ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

На правах рукописи
ББК 65.262.2
Л 79

ЛОСЕВ СЕРГЕЙ ВЛАДИМИРОВИЧ

ЭМИССИЯ КОРПОРАТИВНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ И ТРАНСАКЦИОННЫЕ ИЗДЕРЖКИ: ВОПРОСЫ ТЕОРИИ И ПРАКТИКИ

08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

Диссертация
на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель
кандидат экономических
наук, доцент
Миркин Я.М.

Москва
2001

Содержание

ВВЕДЕНИЕ **3**

ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ЭМИССИИ КОРПОРАТИВНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ И ТРАНСАКЦИОННЫХ ИЗДЕРЖЕК **14**

1.1. Принятие решений по эмиссии ценных бумаг на основе учета трансакционных издержек инвесторов 14

1.2. Взаимоотношения между экономическими агентами в процессе корпоративного управления предприятием и трансакционные издержки инвесторов 20

1.3. Рейтинговый метод оценки трансакционных издержек инвесторов 41

ГЛАВА 2. ТРАНСАКЦИОННЫЕ ИЗДЕРЖКИ ИНВЕСТОРОВ: МЕЖДУНАРОДНЫЙ ОПЫТ ОЦЕНКИ. **49**

2.1. Методология анализа трансакционных издержек инвесторов на основе факторов – сигналов 49

2.2. Оценка трансакционных издержек в различных моделях организации финансовых рынков 80

ГЛАВА 3. ТРАНСАКЦИОННЫЕ ИЗДЕРЖКИ ИНВЕСТОРОВ В РОССИЙСКОЙ ПРАКТИКЕ ЭМИССИЙ КОРПОРАТИВНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ **93**

3.1. Оценка факторов – сигналов трансакционных издержек инвесторов российских предприятий 93

3.2. Методика оценки рейтингов трансакционных издержек инвесторов и принятие решений по эмиссии ценных бумаг 118

3.3. Совершенствование российской практики эмиссий 130

ЗАКЛЮЧЕНИЕ **155**

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ **159**

СОКРАЩЕНИЯ, ИСПОЛЬЗУЕМЫЕ В РАБОТЕ **171**

ПРИЛОЖЕНИЯ **172**

Введение

В зарубежной практике одним из важнейших механизмов привлечения предприятиями денежных средств является эмиссия ценных бумаг.

Интенсивность использования этого механизма возрастает. По данным Международной федерации фондовых бирж (МФФБ)[1], по состоянию на конец 1999 года общая капитализация акций, торгующихся на биржах – членах МФФБ, составила около 34,95 трлн. долларов США, что почти на 40 процентов выше аналогичного показателя конца 1998 года и более чем в 3,5 раза выше показателя конца 1990 года[2]. За период с 1990 по 1999 год количество предприятий, зарегистрировавших свои акции на биржах – членах МФФБ, увеличилось на 20 процентов. Совокупная рыночная стоимость облигаций, включенных в листинги бирж – членов МФФБ, на конец 1999 года составила более 17 трлн. долл., а рост данного показателя за период с 1990 по 1999 год составил 250%[3].

Важными причинами увеличения объемов мирового рынка корпоративных ценных бумаг[4] и привлекательности эмиссий являются обращаемость, стандартность, ли

---

[1] Международная федерация фондовых бирж объединяет ведущие биржевые площадки мира. На биржи – члены данной организации приходится основной объем мирового биржевого оборота ценных бумаг.

[2] Капитализация рассчитана на основе акций компаний – резидентов, торгующихся на основных и параллельных рынках. При расчете капитализации не учитывались акции инвестиционных фондов, а также варранты, права, конвертируемые ценные бумаги. Данные получены с официального сайта Международной федерации фондовых бирж в Интернете *(http://www.fibv.com)*.

[3] При расчете учитывались облигации предприятий как частного, так и публичного сектора, а также облигации иностранных эмитентов. Данные получены с сайта Международной федерации фондовых бирж в Интернете *(http://www.fibv.com)*.

[4] Под *корпоративными ценными бумагами* в данной работе понимаются любые ценные бумаги предприятий.

квидность ценных бумаг, способность фондового рынка[5] к снижению и распределению рисков между экономическими агентами.

В последние годы и в России наметился ряд позитивных тенденций к развитию практики эмиссий ценных бумаг в качестве механизма привлечения денежных ресурсов.

Во-первых, после финансового кризиса 1998 года капитализация российского рынка акций на протяжении 1999 и 2000 гг. увеличилась более чем в 3 раза (с 11 до 34 млрд. долл. США[6]). Это создает стимул для российских предприятий к привлечению денежных ресурсов через фондовый рынок.

Во-вторых, с 1999 года достаточно интенсивно осуществляются размещения корпоративных облигаций. Среди эмитентов присутствуют не только крупнейшие компании (РАО «Газпром», РАО «ЕЭС России», ОАО НК «Лукойл», ОАО «Тюменская нефтяная компания»), но и более мелкие предприятия.

В-третьих, ведущие фондовые площадки страны (Московская межбанковская валютная биржа, Российская торговая система) осуществляют практические шаги к размещению акций и предоставлению листинга небольшим предприятиям, работающим в области высоких технологий.

Наконец, **в-четвертых**, ведется масштабная работа по развитию системы раскрытия информации об эмитентах, улучшению налогового режима для инвесторов, развитию корпоративного управления и выводу предприятий на рынок ценных бумаг.

Несмотря на позитивные шаги, эмиссии ценных бумаг, по оценке, лишь на 3 – 5 процентов обеспечивают потребности российских предприятий в денежных ресурсах. Важнейшей проблемой в данной области являются высокие трансакционные издержки инвесторов, обусловленные слабой эффективностью применения законодательства,

---

[5] В настоящей работе принимается тождественность понятий «рынок ценных бумаг» и «фондовый рынок». Аналогичная позиция, в частности, используется в работе Я.М. Миркина «Ценные бумаги и фондовый рынок» (М.: Перспектива, 1995).

[6] Капитализация рассчитана по акциям, торгующимся в Российской торговой системе (РТС). Данные по состоянию, соответственно, на конец 1998 и 2000 гг. получены с сайта РТС в Интернете *(http://www.rts.ru)*.

отсутствием «прозрачности» деятельности эмитентов, обостренной конфликтностью интересов собственников, свойственной переходной экономике России. На важность роли трансакционных издержек инвесторов в развитии фондового рынка и практики привлечения денежных ресурсов путем эмиссии ценных бумаг указывают, в частности, различные исследования, проводимые на основе материалов многих стран учеными – экономистами, а также такими организациями как Всемирный банк, Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР), Организация по экономическому сотрудничеству и развитию (ОЭСР), Международная организация комиссий по ценным бумагам[7].

Кроме того, существует недостаток в исследованиях, в которых бы на основе фундаментальных разработок был осуществлен экономический анализ проблемы трансакционных издержек инвесторов в России. Такие исследования необходимы для более глубокого понимания сущности проблемы, выявления приоритетных направлений в ее решении для различных групп экономических субъектов.

Таким образом, **актуальность темы** настоящей работы обусловлена необходимостью выявления и решения проблем, препятствующих использованию рынка ценных бумаг отечественными предприятиями в привлечении денежных ресурсов, а именно проблем, связанных с конфликтами интересов на предприятиях, ведущих к возникновению трансакционных издержек у инвесторов, осуществляющих вложения в ценные бумаги данных предприятий.

Целью настоящей работы является разработка механизма выявления и оценки трансакционных издержек инвесторов, возникающих как следствие конфликтов интересов в процессе корпоративного управления предприятием, и учета данных издержек при принятии решений по эмиссии ценных бумаг.

Для достижения цели исследования необходимо поставить следующие **задачи**:

---

[7] См., например, Рамашастри А., Славова С., Бернстайн Д. Восприятие корпоративного управления рынком – результаты обзора, проведенного ЕБРР // Право на этапе перехода: Углубляя правовую реформу. – 1999, Осень. – С. 37-46.

– разработать порядок принятия решений по эмиссии корпоративных ценных бумаг, основанный на учете конфликтов интересов между экономическими агентами в процессе корпоративного управления предприятием и трансакционных издержек инвесторов, вызываемых данными конфликтами;

– разработать методы оценки трансакционных издержек инвесторов;

– определить круг взаимоотношений и конфликтов интересов между экономическими агентами, вызывающих трансакционные издержки инвесторов;

– выявить сущность данных конфликтов и состав связанных с ними трансакционных издержек;

– проанализировать международный опыт оценки трансакционных издержек инвесторов;

– количественно определить влияние, оказываемое отдельными видами трансакционных издержек инвесторов на капитализацию эмитента (как критерий эффективности эмиссии ценных бумаг);

– сконструировать методику оценки трансакционных издержек инвесторов и порядок ее использования при принятии решений по эмиссии ценных бумаг;

– определить и оценить трансакционные издержки инвесторов, возникающие в российской практике и их влияние на эмиссию ценных бумаг;

– дать предложения по совершенствованию практики эмиссии корпоративных ценных бумаг, руководствуясь выводами, сделанными в процессе исследования трансакционных издержек инвесторов российских предприятий – акционерных обществ.

Предметом исследования диссертации являются взаимоотношения между экономическими агентами в процессе корпоративного управления предприятием, конфликты интересов между экономическими агентами, трансакционные издержки акционеров и кредиторов – владельцев облигаций, вызванные данными конфликтами, а также учет указанных трансакционных издержек при выработке решений по эмиссии корпоративных ценных бумаг.

Объектом исследования в данной работе являются эмиссии акций и облигаций, осуществляемые нефинансовыми предприятиями – акционерными обществами.

Методологические и теоретические основы исследования. Настоящее исследование использует понятийный аппарат, разработанный в рамках теории трансакционных издержек и ее приложений к исследованиям в области рынка ценных бумаг и корпоративных финансов. Широко используются монографии и публикации известных экономистов, специализирующихся в этой области.

Методологической основой исследования являются системный анализ, комплексное рассмотрение отношений собственности, конфликтов интересов, процесса разработки эмиссии корпоративных ценных бумаг на основе учета трансакционных издержек.

Методологический инструментарий диссертации также базируется на применении методов исторического, статистического, стоимостного, причинно-следственного и сравнительного анализа предмета и объекта исследования.

Обзор литературы. Первым, кто выявил наличие трансакционных издержек, является Рональд Коуз, написавший по данной теме работу «Природа фирмы» в 1937 году[8].

Выделение в составе трансакционных издержек такого важного компонента как информационные издержки было осуществлено Джоном Стиглером в 1961 году в работе «Экономическая теория информации»[9], а проблеме неравномерного распределения информации между экономическими агентами (информационной асимметрии) впервые уделил внимание Дж. Акерлоф в своей работе «Рынок «лимонов»: неопределенность качества и рыночный механизм» в 1970 году[10].

---

[8] Природа фирмы // Коуз Р. Фирма, рынок и право. – М.: Дело, 1993.
[9] // Теория фирмы / Под ред. В.М. Гальперина. – СПб.: Экономическая школа, 1995.
[10] // Thesis. – 1994. – № 5. – С. 91-104.

Выявлению агентских издержек в процессе взаимоотношений агента и принципала как другого важного компонента трансакционных издержек были посвящены работы С. Росса 1973 – 1974 гг.[11]

Первыми, кто использовал выводы теории трансакционных издержек применительно к проблемам взаимоотношений между экономическими агентами в процессе функционирования предприятия, являются Майкл Дженсен и Уильям Меклинг. В 1976 году вышла в свет их совместная работа[12], в которой было уделено основное внимание проблемам конфликтов интересов между акционерами и менеджером.

Различные аспекты взаимоотношений между экономическими агентами, конфликтов интересов между ними и трансакционных издержек были также развиты в работах С. Гроссмана, Д. Даймонда, М. Дженсена, Л. Зингалеса, Ф. Истербрука, С. Майерса, Н. Мажлуфа, У. Меклинга, А. Равива, Е. Фамы, М. Харриса, О. Харта и других. Особо необходимо отметить фундаментальные работы Д. Даймонда, М. Дженсена, У. Меклинга, Е. Фамы, в которых были впервые выделены и проанализированы типы взаимоотношений и конфликтов интересов между экономическими агентами в процессе корпоративного управления предприятием.

Существуют также многочисленные работы, которые используют основные положения теории трансакционных издержек применительно к эмиссиям ценных бумаг. Среди таких работ можно отметить труды А. Гомеса, С. Датта, М. Искандар-Датта, С. Ламмера, Х. Леланд, Р. Мазулиса, М. Пагано, Ф. Панетты, Р. Райана, Э. Экбо и других. В данных работах на основе эмпирических исследований анализируется влияние отдельных взаимоотношений и конфликтов интересов между экономическими агентами на стоимость ценных бумаг предприятия, на решения по эмиссии ценных бумаг.

---

[11] См. Ross S. The Economic Theory of Agency: The Principal Problem // American Economic Review. – 1973. – Vol. 63. – pp. 134-139 и Ross S. On the Economic Theory of Agency and the Principle of Similarity // Essays in Economic Behavior Under Uncertainty. – Amsterdam: North Holland Publishing Co., 1975.

[12] Jensen Michael C., Meckling William H. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure // Journal of Financial Economics. – 1976. – V. 3, No. 4. – pp. 305-360.

В настоящее время в нашей стране только назревает интерес к исследуемой области. Среди работ, посвященных эмиссии корпоративных ценных бумаг, анализу конфликтов интересов, возникающих в процессе корпоративного управления предприятием между экономическими агентами, трансакционных издержек, вызванных данными конфликтами, можно выделить труды Р.И. Капелюшникова, В.А. Мау, Я.М. Миркина, А.Д. Радыгина, Б.Б. Рубцова, А.Б. Фельдмана, И.А. Храбровой, Е.В. Чирковой, Э.М. Энтова, М.А. Эскиндарова.

Несмотря на многочисленность работ, среди изученных автором исследований отсутствуют те, которые бы рассматривали трансакционные издержки инвесторов не отдельных видов, а в комплексе, давая им интегральную оценку на основе количественных методов анализа.

Кроме того, в настоящей работе на основе исследования российской практики защиты прав инвесторов и деятельности отечественных предприятий делается попытка проанализировать и дать количественную оценку трансакционным издержкам инвесторов в России.

Научная новизна работы заключается в разработке механизма принятия решений по эмиссии российскими предприятиями ценных бумаг на основе учета трансакционных издержек инвесторов.

Автором получены следующие результаты, носящие характер нового знания:

– разработан порядок принятия решений по эмиссии корпоративных ценных бумаг на основе анализа конфликтов интересов, возникающих между экономическими агентами в процессе корпоративного управления предприятием, и оценки трансакционных издержек акционеров и кредиторов – владельцев облигаций, вызванных данными конфликтами;

– предложен рейтинговый метод оценки трансакционных издержек акционеров и кредиторов – владельцев облигаций на основе анализа факторов, характеризующих уровень конфликтности интересов;

– апробированы критерии оценки уровня трансакционных издержек инвесторов на возможность их использования в российской практике;

– сконструирована методика оценки трансакционных издержек акционеров и кредиторов – владельцев облигаций и определен порядок использования результатов данной оценки при выработке российскими предприятиями решений по эмиссии ценных бумаг;

– обоснованы выводы о способах снижения трансакционных издержек акционеров и кредиторов – владельцев облигаций в странах с различными моделями организации финансовых рынков;

– на основе анализа отечественной практики доказано, что трансакционные издержки акционеров и кредиторов – владельцев облигаций в России находятся на высоком уровне.

Основные положения, выводы диссертационного исследования ориентированы на использование специалистами в области рынка ценных бумаг.

Предприятия – эмитенты и андеррайтеры могут использовать разработанные в настоящей работе механизм выработки решений по эмиссии ценных бумаг и методику оценки трансакционных издержек инвесторов, дополняя существующие методы конструирования ценных бумаг и повышая таким образом эффективность эмиссии.

В диссертационном исследовании выдвинуты рекомендации по снижению трансакционных издержек акционеров и кредиторов – владельцев облигаций для отечественных предприятий, по выработке решений по эмиссии ценных бумаг (с учетом критерия снижения трансакционных издержек).

Инвесторы, а также брокеры и дилеры могут использовать разработанную методику для оценки трансакционных издержек, с которыми они вынуждены сталкиваться при приобретении корпоративных ценных бумаг. Применение ими данной методики не исключит любой иной вид анализа ценных бумаг, однако обеспечит при этом более точную оценку стоимости ценных бумаг эмитента и позволит принимать более эффективные решения по инвестированию.

ФКЦБ России может учесть полученные в настоящей работе выводы при проведении исследований отечественного фондового рынка, при разработке законодательных и нормативных актов, регулирующих рынок ценных бумаг.

Концептуальные идеи учета трансакционных издержек, освещенные в настоящем исследовании, могут быть развиты, дополнены и впоследствии применены к иным, кроме эмиссии ценных бумаг, аспектам деятельности акционерных обществ.

Исследование выполнено в рамках научно-исследовательских работ Финансовой академии при Правительстве Российской Федерации в соответствии с Единым заказ-нарядом на тему «Проблемы перехода России к рынку» (проект № 1.1.96 Ф).

Результаты исследования были освещены диссертантом на научно-практической конференции «Корпоративное финансирование в реальном секторе и финансовый инжиниринг», проведенной Финансовой академией при Правительстве РФ совместно с Российской академией наук с 31 октября по 1 ноября 2000г.

Положения диссертационного исследования по вопросам использования методики оценки трансакционных издержек инвесторов, выводы и рекомендации **прошли апробацию** в Инвестиционной компании «Еврофинансы» и в Национальной фондовой ассоциации, что подтверждено соответствующими справками.

Результатами внедрения рекомендаций диссертации в ИК «Еврофинансы» стали: разработка принципов финансового консультирования и методической документации по принятию решений по эмиссии ценных бумаг; расширение ориентиров при выборе объектов инвестирования.

Результатами внедрения рекомендаций диссертации в Национальной фондовой ассоциации явилась модернизация принципов исследования и анализа предприятий – акционерных обществ; доработка методических, инструктивных материалов.

Материалы диссертации используются в преподавании дисциплин «Рынок ценных бумаг и биржевое дело», «Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг», «Зарубежные фондовые рынки», «Моделирование на рынке ценных бумаг» в Финансовой академии при Правительстве Российской Федерации.

Источниками получения информации по проблематике настоящей работы явились отечественная и зарубежная литература, ресурсы сети Интернет (публикации и рабочие материалы ученых-исследователей, статистические базы данных, официальные сайты международных организаций, правительственных органов России и других стран, бирж, университетов, бизнес-школ), базы данных раскрытия информации Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг России (ФКЦБ России) и Регионального отделения ФКЦБ России в Центральном федеральном округе.

Диссертационная работа структурно состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений.

В первой главе формулируется механизм принятия решений по эмиссии корпоративных ценных бумаг, основанный на учете трансакционных издержек инвесторов, вызванных конфликтами интересов в процессе взаимоотношений между экономическими агентами предприятия; анализируются интересы отдельных экономических агентов, выявляется сущность взаимоотношений данных экономических агентов, конфликтов интересов, возникающих в процессе взаимоотношений, а также трансакционных издержек, которые несут инвесторы; предлагается рейтинговый метод оценки трансакционных издержек инвесторов.

Во второй главе на основе анализа работ ряда исследователей, а также выводов, сделанных в предыдущей главе, разрабатывается комплекс критериев, свидетельствующих об уровне трансакционных издержек инвесторов; на основе данных по ряду стран делаются выводы относительно значимости отдельных критериев (критериев, дифференцирующих страны по уровню трансакционных издержек инвесторов) с позиции их влияния на показатели развития рынков акций и корпоративных облигаций страны. В конце главы осуществляется анализ международного опыта снижения трансакционных издержек инвесторов в странах с различными моделями организации финансовых рынков.

В третьей главе производится анализ критериев, которые свидетельствуют об уровне трансакционных издержек инвесторов на отдельных предприятиях (на основе

данных по группе российских акционерных обществ), и конструируется методика оценки уровня трансакционных издержек инвесторов на основе рейтингового подхода, а также предлагается порядок использования результатов данной оценки при выработке решений по эмиссии ценных бумаг. В данной главе анализируются трансакционные издержки инвесторов, вкладывающих средства в российские предприятия, а также выдвигаются рекомендации по снижению трансакционных издержек инвесторов и порядку принятия решений по эмиссии ценных бумаг с учетом цели снижения трансакционных издержек.

В заключении приводятся итоги диссертационной работы: отражаются основные ее результаты и выводы; указываются аспекты, которые не были достаточно проработаны в рамках настоящего исследования, причины, по которым они не были проработаны, и направления дальнейших исследований.

Глава 1. Теоретические аспекты эмиссии корпоративных ценных бумаг и трансакционных издержек

1.1. Принятие решений по эмиссии ценных бумаг на основе учета трансакционных издержек инвесторов

Важной проблемой, стоящей перед предприятием – эмитентом, является поиск решений по эмиссии ценных бумаг, ведущих к максимальной эффективности привлечения денежных ресурсов.

Одним из критериев эффективности служит рыночная стоимость ценных бумаг предприятия: **эмитент должен принять такие решения по эмиссии ценных бумаг, которые бы при прочих равных условиях обеспечили максимальную рыночную стоимость ценных бумаг предприятия – как бумаг новой эмиссии, так и бумаг, уже находящихся в обращении.**[13]

Рыночная стоимость ценных бумаг зависит от многих параметров: от макроэкономических факторов (общего состояния экономики страны, экономических тенденций мирового масштаба), от оценки инвесторами бизнеса предприятия (финансового положения, положения предприятия на рынке сбыта его продукции, перспектив развития и т.д.) и, наконец, от спекулятивных настроений участников рынка.

---

[13] Принцип максимизации рыночной стоимости ценных бумаг является одним из основополагающих в определении цели деятельности предприятий в англо-американской практике. Однако распространены и иные критерии эффективности. Это, например, – стабильность занятости работников в Японии, достижение баланса интересов акционеров и работников в Германии и во Франции. (См. Allen F., Gale D. Corporate Governance and Competition: Working paper / University of Pennsylvania: The Wharton School, Financial Institutions Center. – Philadelphia: University of Pennsylvania, 1999). Мы будем придерживаться англо-американскому подходу, поскольку предприятие – акционерное общество является исключительной собственностью его акционеров и должно функционировать в их интересах. Положение иных категорий экономических агентов определяется условиями их контрактных отношений с предприятием (например, с работниками – трудовыми соглашениями).

Вместе с тем необходимо также учитывать и такой аспект деятельности предприятия как трансакционные издержки, которые вынуждены нести инвесторы и которые являются следствием конфликтов интересов между экономическими агентами[14].

Согласно работам А. Алчиана и Г. Демзетца,[15] а также М. Дженсена и У. Меклинга[16] предприятие представляет собой «пучок контрактов», то есть сеть контрактных взаимоотношений между различными лицами – экономическими агентами (собственниками предприятия, кредиторами, работниками, руководством, поставщиками сырья, потребителями продукции и т.п.), а, следовательно, в процессе данных взаимоотношений у их участников неизбежно должны возникать трансакционные издержки, одной из причин которых являются конфликты интересов.

Для анализа проблем, поставленных в настоящей работе, используем теорию трансакционных издержек – одну из важнейших концепций неоинституционализма[17].

Базовой единицей анализа в теории трансакционных издержек признается акт экономического взаимодействия, сделка, трансакция.

Соответственно, **трансакционные издержки** – *это издержки взаимодействия, взаимоотношения между экономическими агентами.*

Иначе говоря, трансакционные издержки, по словам Оливера Уильямсона, есть эквивалент трения в механических системах[18].

---

[14] Стоит сразу оговорится, что предлагаемый в настоящей работе подход по выработке решений по эмиссии ценных бумаг, предполагающий учет трансакционных издержек инвесторов, ни в коей мере не заменяет существующие методы фундаментального и технического анализа, а дополняет их.

[15] Alchian, A. A., Demsetz H. Production, Information Costs, and Economic Organization // American Economic Review. – 1972. – LXII, No. 5. – pp. 777-795.

[16] Jensen M. C., Meckling W. H. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // Journal of Financial Economics. – 1976. – V. 3, No. 4. – pp. 305-360.

[17] Неоинституционализм или новая институциональная теория – направление в современной экономической мысли, оформившееся в 60-70-е гг. XX века. Предметом исследования в нем стала институциональная структура экономики. Неоинституционализм рассматривает рыночный механизм и отдельные фирмы с позиций контрактных взаимоотношений экономических агентов, уделяя особое внимание затратам и потерям, которые влекут за собой данные взаимоотношения.

[18] Уильямсон О. И. Экономические институты капитализма: фирмы, рынки, «отношенческая контрактация». – СПб.: Лениздат, 1996. – С. 53.

Трансакционные издержки возникают на различных стадиях взаимоотношений. Одна часть издержек относится к моменту до акта взаимоотношения (сбор информации), другая приходится на момент оформления, установления взаимоотношений (переговоры и заключение контракта), третья носит постконтрактный характер (меры безопасности против действий в ущерб контрагента, меры по восстановлению нарушенных прав собственности).

Трансакционные издержки впервые были выявлены Рональдом Коузом[19] при попытке объяснения существования наряду с рыночным механизмом таких иерархических структур как фирма. Р. Коуз связал образование фирм с их относительными преимуществами в плане экономии на трансакционных издержках. Иными словами, Коузом было выдвинуто мнение, что трансакционные издержки присущи только рыночному механизму.

Впоследствии, однако, трансакционные издержки были выявлены и в других формах взаимоотношений между экономическими агентами (например, в условиях иерархической структуры фирмы, коллектива сотрудников, административной системы). Например, К. Эрроу определил трансакционные издержки как издержки по эксплуатации хозяйственной системы[20].

Наиболее точную классификацию трансакционных издержек дал Р.И. Капелюшников[21] на основе обобщения выводов различных исследователей (Дж. Стиглера, О. Уильямсона, М. Дженсена, У. Меклинга, Й. Барцеля, П. Милгрома, Дж. Робертса, Г. Хансманна, К. Далмана). В частности, основными видами трансакционных издержек, относящимися к рассматриваемым в диссертационном исследовании проблемам, являются:

---

[19] См. Коуз Р. Фирма, рынок и право. – М.: Дело, 1993.
[20] Эрроу К. Возможности и пределы рынка как механизма распределения ресурсов. // THESIS. – 1993. – Том 1, Вып. 1. – С. 66.
[21] Капелюшников Р.И. Категория трансакционных издержек // Как это делается: финансовые, социальные и информационные технологии. Сборник статей Института коммерческой инженерии. – М.: ИКИ, 1994.

– **издержки поиска информации** – издержки такого рода складываются из затрат времени и ресурсов, необходимых для ведения поиска, а также из потерь, связанных с неполнотой и несовершенством получаемой информации (например, по причине неправильных инвестиционных решений, принятых на основе недостоверной информации);

– **издержки измерения** – затраты на оценку качества товара, услуги, иного предмета сделки, соглашения, а также потери, связанные с ошибками в данной оценке (например, потери в результате неправильной оценки стоимости ценных бумаг);

– **издержки спецификации и защиты прав собственности** составляют затраты времени и ресурсов, необходимых для восстановления нарушенных прав, а также потери от плохой их спецификации и ненадежной защиты (например, судебные издержки акционеров, их потери в результате невозможности защиты своих прав при действиях руководителя предприятия в собственных интересах);

– **издержки оппортунистического поведения**[22] **(в т.ч. агентские издержки)** – это издержки недобросовестного поведения партнера, нарушающего условия сделки или нацеленного на получение односторонних выгод в ущерб другому партнеру. Агентские издержки – это вид издержек оппортунистического поведения при агентском договоре (т.е. любом договоре, по которому одно лицо – агент – действует в интересах другого лица – принципала). Примером таких издержек являются потери акционеров в результате снижения прибыльности предприятия посредством использования ее генеральным директором механизма трансфертных цен;

– **издержки коллективного принятия решений**. Издержки коллективного принятия решений возникают в случае, если принятые решения (например, на собрании акционеров) не оптимальны для всех членов такого коллектива. Например, решения противоречат интересам определенной группы акционеров. Таким образом, данные

---

[22] Понятие оппортунистического поведения экономического агента было впервые введено Оливером Уильямсоном (см.: Уильямсон О. И. Экономические институты капитализма: фирмы, рынки, «отношенческая контрактация». – СПб.: Лениздат, 1996).

решения приводят к возникновению трансакционных издержек для отдельных членов коллектива.

Источником образования трансакционных издержек **являются конфликты интересов**, которые обуславливаются:

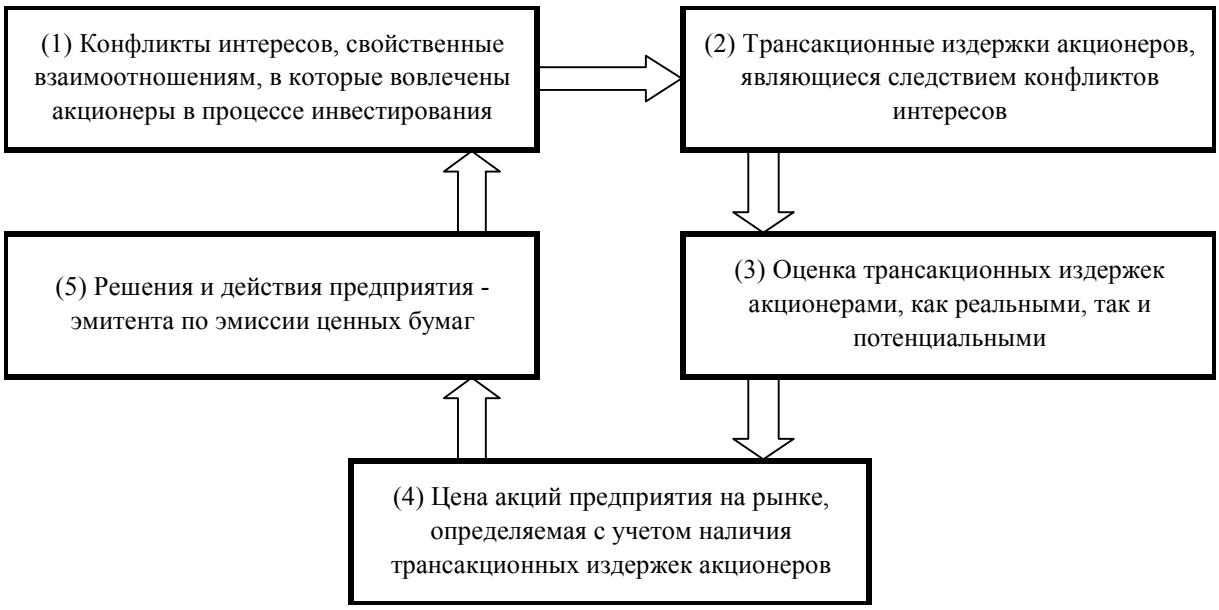
- **стремлением каждого агента максимизировать собственную (личную) выгоду**
- и подкрепляются **ограниченными способностями экономических агентов в принятии наиболее рациональных решений** по причине невозможности обладания полной информацией и невозможности всегда использовать весь объем своих интеллектуальных возможностей (например, по причине недостатка времени или нежелания тратить время).

Трансакционные издержки, возникающие как следствие конфликтов интересов, выражаются в снижении эффективности деятельности экономических агентов, в перераспределении экономического эффекта от одного агента к другому. Осознавая это, поставщики денежных ресурсов (инвесторы) будут определять рыночную стоимость ценных бумаг с учетом данных издержек.

Предприятие-эмитент может воздействовать на конфликты интересов и, следовательно, оказывать влияние на рыночную стоимость ценных бумаг путем выработки определенных решений по эмиссии ценных бумаг и их практической реализации. Осуществление эмиссии ценных бумаг с теми или иными параметрами может как увеличить, так и уменьшить конфликты интересов, уровень трансакционных издержек инвесторов, вызванных данными конфликтами, и, следовательно, отразится на рыночной стоимости ценных бумаг как новой эмиссии, так и бумаг, уже находящихся в обращении.

Схема 1-1.

Механизм действия конфликтов интересов, связанных с ними трансакционных издержек акционеров и их учет при выработке решений по эмиссии ценных бумаг



Для наглядности механизм действия трансакционных издержек и их учет при выработке решений по эмиссии ценных бумаг может быть представлен в виде следующей схемы (на примере акционеров) (см. Схему 1-1).

Как демонстрирует данная схема, трансакционные издержки, вызванные конфликтами интересов, проходят оценку реальными и потенциальными акционерами, что отражается на рыночной стоимости акций. Эмитент же, анализируя влияние конфликтов интересов и трансакционных издержек акционеров на рыночную стоимость, может принимать решения по эмиссии, которые способны изменить уровень конфликтности интересов и трансакционных издержек акционеров.

1.2. Взаимоотношения между экономическими агентами в процессе корпоративного управления предприятием и трансакционные издержки инвесторов

1.2.1. Структура экономических агентов и основы их взаимоотношений

Используя свойственный теории трансакционных издержек подход к понятию фирмы как сети контрактных взаимоотношений, выделим экономических агентов, чьи конфликты интересов значимы с позиции их влияния на трансакционные издержки акционеров и кредиторов – владельцев облигаций. К таким агентам относятся:

- менеджер (генеральный директор) предприятия;
- крупные акционеры[23];
- мелкие акционеры;
- кредиторы – владельцы облигаций.

Указанные категории агентов были выделены в работах зарубежных исследователей, изучающих проблемы трансакционных издержек инвесторов в процессе функционирования предприятия как акционерного общества, то есть в процессе корпоративного управления.

Понятие **корпоративного управления** (corporate governance) возникло сравнительно недавно – около двадцати лет назад, хотя родоначальниками теории об управлении корпорациями считаются А. Берли и Г. Минз (Berle A., Means G. The Modern Corporation and Private Property. – NY: World Inc., 1932)[24].

Существует множество определений корпоративного управления.

---

[23] На практике также используются следующие понятия, характеризующие категории акционеров: контролирующий акционер, акционеры большинства, акционеры меньшинства, миноритарные акционеры. Ниже в данной работе мы сделаем уточнение на предмет того, какие акционеры будут входить в группы мелких и крупных акционеров. Здесь только скажем, что в группу крупных акционеров можно причислить контролирующих акционеров и акционеров большинства, а прочих – к мелким акционерам.

[24] Zingales L. Corporate Governance: Working paper / University of Chicago: Graduate School of Business. – Chicago: University of Chicago, 1997, p. 1.

Одно из наиболее простых: *корпоративное управление – это организация взаимоотношений между собственниками и менеджерами компании*[25].

Согласно данному определению, корпоративное управление касается только отношений между акционерами – собственниками предприятия и его менеджерами.

Более фундаментальным является следующее определение: *корпоративное управление – сложная система ограничений, определяющая границы торговли за окончательное распределение дополнительных доходов (квази-рент), генерируемых фирмой*[26].

Данное определение основывается на понятиях теории трансакционных издержек. Любой экономический агент (например, – акционер) изначально при заключении соответствующего договора на приобретение акций со своим контрагентом (предприятием, но фактически – с его менеджером) осведомлен о своих правах и обязанностях по отношению к предприятию. Однако процесс взаимоотношений при заключении данного договора только начинается, и существует достаточно высокая вероятность того, что одна из сторон будет уклоняться от исполнения своих обязательств, что не может не привести к снижению эффективности взаимоотношений для ее контрагента. В этом случае корпоративное управление призвано ограничивать попытки неисполнения обязательств и нарушения чужих прав.

Последнее определение в отличие от первого не указывает, что корпоративное управление касается только отношений между компанией и акционерами: оно может охватывать более широкий круг субъектов, например, кредиторов.

Определение корпоративного управления, которое наиболее полно отражает концепцию взаимоотношений между экономическими агентами, рассматриваемую в настоящем исследовании, приведено в работе А. Шлейфера и Р. Вишны: *корпоративное управление – система методов, механизмов, с помощью которых поставщики*

---

[25] Corporate Governance in Europe. Working Report № 12 of a CEPS Working Party / Centre for European Policy Studies. – Brussels: CEPS, 1995.

[26] Zingales L. Corporate Governance: Working paper / University of Chicago: Graduate School of Business. – Chicago: University of Chicago, 1997, p. 3.

денежных ресурсов предприятия обеспечивают получение доходов на свои инвестиции[27].

В данном определении нам важны два момента: (1) в состав экономических агентов корпоративного управления могут входить не только акционеры, но и другие поставщики денежных ресурсов (в настоящей работе – также кредиторы – владельцы облигаций); (2) в сферу анализа взаимоотношений между экономическими агентами в настоящей работе необходимо включить исследование методов и механизмов обеспечения возвратности и доходности инвестиций, то есть механизма снижения трансакционных издержек.

Теперь остановимся на составе приведенных выше экономических агентов и вкратце отметим их интересы.

Менеджер (генеральный директор) предприятия – единоличный исполнительный орган управления, вырабатывающий и реализующий решения с одобрения собственников – акционеров.

Интересы менеджера определяются его положением наемного работника, в чьи задачи входит распоряжение имуществом предприятия в интересах акционеров. Однако генеральный директор также имеет свои личные интересы и действует на принципах максимизации личной полезности. В круг личных интересов, например, могут включаться: стремление к повышению вознаграждений, компенсаций за свою работу; извлечение дополнительных доходов от деятельности руководимого им предприятия; захват самого предприятия (в случае если руководитель не является владельцем контрольного пакета).

Если генеральный директор не обладает значительной долей в акционерном капитале предприятия, то получение им личных выгод не связано либо слабо связано с интересами акционеров, что приводит к конфликтам между его личными интересами и интересами, которые он должен выражать, будучи наемным работником – агентом

---

[27] Shleifer A., Vishny R.W. A Survey of Corporate Governance // Journal of Finance. – 1997. – №52. – pp. 737-783.

собственников. Данные конфликты приводят к возникновению трансакционных издержек у акционеров, получивших название **агентских издержек**[28].

Крупные акционеры – владельцы крупных пакетов акций – способны влиять на управление предприятием, то есть определять принимаемые им решения.

Интересы крупных акционеров, как правило, сосредоточены на управлении предприятием для реализации собственных различных целей. Право на получение дивидендов для крупных акционеров не является приоритетным, поскольку при этом им придется делиться дивидендами с остальными акционерами. Для получения доходов крупные акционеры скорее предпочтут реинвестировать полученную прибыль, а также иные методы, которыми они могут воспользоваться благодаря возможностям в управлении предприятием (механизм трансфертных цен, назначение высоких окладов своим представителям на предприятии).

Относительно минимального процентного показателя доли в уставном капитале, характерном для крупного пакета, можно сказать следующее. Данный показатель зависит от конкретного предприятия и законодательства страны. Например, владение 10% акций предприятия с распыленной собственностью может дать больше преимуществ, чем владение аналогичным количеством акций предприятия, где существует пакет в 50%.

Если обратить внимание на законодательство, то, например, в России 2% голосующих акций достаточно для внесения предложений в повестку дня общего собрания акционеров и выдвижения кандидатов в состав совета директоров; 10% – для инициирования созыва общего собрания акционеров, организации ревизионной проверки, доступа к ознакомлению с реестром акционеров. Таким образом, владение указанными (или большими) долями голосующих акций будет предоставлять больше возможностей в управлении предприятием.

---

[28] См., например, Jensen Michael C., Meckling William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure // Journal of Financial Economics. – 1976. – No. 3. – pp. 305-360. Подробнее об агентских отношениях см. следующий параграф.

Мелкие акционеры. В данную группу включим миноритарных и розничных акционеров – владельцев обыкновенных акций и любых владельцев привилегированных акций. Представители данной группы в одиночку не могут влиять на решения, принимаемые предприятием, поэтому, они, как правило, являются пассивными держателями акций, не участвующими в корпоративных действиях.

Мелкие акционеры, в основном, заинтересованы в получении доходов от инвестирования в форме дивидендов или прироста курсовой стоимости ценных бумаг.

Кредиторы – владельцы облигаций обладают фиксированными требованиями к предприятию, то есть они имеют право получать в определенное время заранее оговоренные платежи, что подкреплено соответствующей обязанностью предприятия произвести указанные платежи.

Интересы кредиторов – владельцев облигаций заключаются в том, чтобы их право было надлежащим образом реализовано, что предполагает своевременное и в полном объеме получение ими платежей при отсутствии дополнительных затрат (главном образом, в виде судебных издержек) на реализацию данного права.

Мы рассмотрели группы экономических агентов и их интересы. В процессе функционирования предприятия как акционерного общества между указанными экономическими агентами формируются определенные взаимоотношения, сопровождаемые конфликтами интересов. Выделим те взаимоотношения, которые оказывают влияние на трансакционные издержки инвесторов.

Для этого сделаем одно уточнение. Выше мы выделили в составе акционеров мелких акционеров и крупных. Поскольку,

во-первых, основной объем трансакционных издержек акционеров несут мелкие акционеры, поскольку мелкие акционеры не имеют того объема возможностей в реализации своих прав, как крупные акционеры и,

во-вторых, между двумя данными категориями акционеров существует конфликт интересов, в основе которого – неравное обладание правом на контроль (управ

ление) предприятием, и, как следствие, возможность ущемления прав мелких акционеров со стороны крупных,

рассмотрим трансакционные издержки акционеров как издержки, прежде всего, мелких акционеров.

На схемах 1-2 и 1-3 показаны взаимоотношения между экономическими агентами, чьи конфликты интересов в процессе данных взаимоотношений влияют на трансакционные издержки мелких акционеров и кредиторов – владельцев облигаций (отмечены цифрами). Структура взаимоотношений определена на основе работ различных исследователей. Взаимоотношения между менеджером (генеральным директором) и акционерами впервые были проанализированы (в рамках концепций теории трансакционных издержек) в совместной работе М. Дженсена и У. Меклинга[29]; взаимоотношения между мелкими и крупными акционерами – в работе Е. Фама и М. Дженсена[30]; взаимоотношения между кредиторами и акционерами – в работе Гордона[31], Д. Галая и Р. Мазулиса[32].

---

[29] См. Jensen Michael C., Meckling William H. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure // Journal of Financial Economics. – 1976. – Vol. 3, No. 4. – pp. 305-360.

[30] См. Fama Eugene F., Jensen Michael C. Separation of Ownership and Control // Journal of Law and Economics. – 1983. – Vol. XXVI.

[31] См. Gordon, M.J. Towards a Theory of Financial Distress // Journal of Finance. – 1971, May. – № 26. – pp. 347-356.

[32] См. Galai D., Masulis R. The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock // Journal of Financial Economics. – 1976. – № 3. – pp. 53-81.

Схема 1-2.

Состав экономических агентов и их взаимоотношений, необходимых для анализа трансакционных издержек мелких акционеров[33]

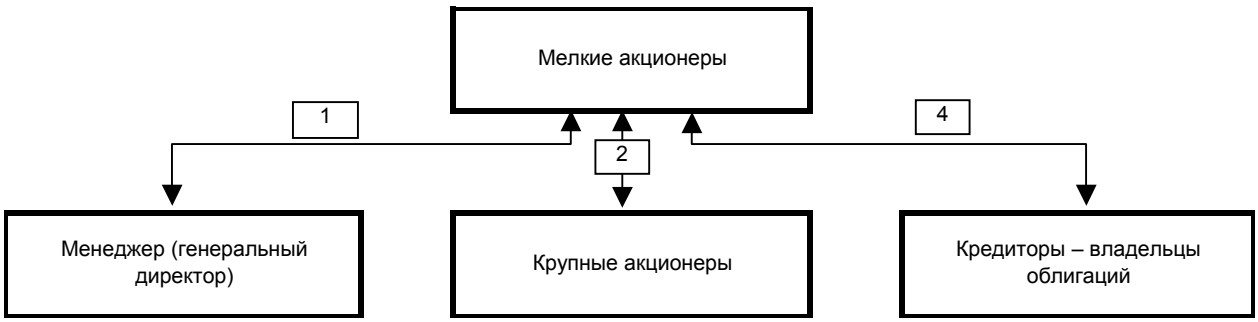
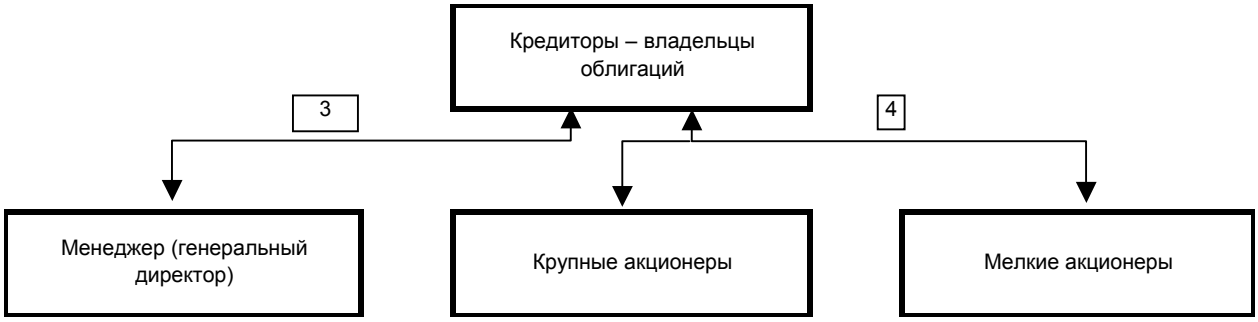


Схема 1-3.

Состав экономических агентов и их взаимоотношений, необходимых для анализа трансакционных издержек кредиторов – владельцев облигаций[23]



Таким образом, **на величину трансакционных издержек мелких акционеров оказывают влияние их конфликты интересов во взаимоотношениях с менеджером (генеральным директором), с крупными акционерами, с кредиторами-владельцами облигаций**.

На величину трансакционных издержек кредиторов – владельцев облигаций оказывают влияние их конфликты интересов во взаимоотношениях с менеджером (генеральным директором), а также с акционерами (как с крупными, так и мелкими).

Далее проанализируем отмеченные на схемах 1-2 и 1-3 взаимоотношения между экономическими агентами и выявим сущность конфликтов интересов как причину

[33] Номера взаимоотношений (1 – между мелкими акционерами и менеджером, 2 – между мелкими и крупными акционерами, 3 – между кредиторами – владельцами облигаций и ме-

трансакционных издержек, возникающих у мелких акционеров и кредиторов – владельцев облигаций.

1.2.2. Взаимоотношения между мелкими акционерами и менеджером

Для анализа взаимоотношений между мелкими акционерами и менеджером для начала остановимся на объеме прав, которые представляют акции их владельцам.

Обыкновенные акции удостоверяют две важнейшие группы прав: **право на получение денежных потоков** и **право на контроль**, а привилегированные акции – преимущественно **только право на получение денежных потоков**[34]. В качестве компенсации владельцы привилегированных акций имеют право на получение твердо установленных годовых дивидендов, уровень которых, как правило, не ниже дивидендов по обыкновенным акциям, а также заранее определенной доли активов при ликвидации предприятия.

Право на получение денежных потоков включает в себя право на дивиденды и право на имущество предприятия, оставшееся после удовлетворения всех остальных требований. Однако, при этом ни первое, ни второе право не гарантировано, и владельцы акций не могут подать иск предприятию в случае неполучения дивидендов или имущества при ликвидации.

Право на контроль объединяет права, связанные с управлением акционерным обществом. Данные права реализуются акционерами путем коллективного принятия участия и голосования на общих собраниях акционеров, а также самостоятельно от

неджером, 4 – между кредиторами – владельцами облигаций и акционерами) в дальнейшем будут использованы в качестве индексов переменных.

[34] Например, в соответствии с российским законодательством, владельцы привилегированных акций обладают правом на контроль только в исключительных случаях: при решении вопросов, непосредственно затрагивающих их интересы (о ликвидации и реорганизации компании и о внесении изменений и дополнений в устав компании, ограничивающих права акционеров – владельцев привилегированных акций), и при невыплате или неполной выпла-

дельным акционером – путем инициирования проведения внеочередных общих собраний акционеров, внесения вопросов в повестку дня и выдвижения кандидатур в совет директоров, ревизионную комиссию; выдвижения требований осуществления проверки ревизионной комиссией финансово-хозяйственной деятельности предприятия. Однако для осуществления акционером отдельных прав необходимо наличие определенной минимальной доли в капитале предприятия. Например, для созыва внеочередного собрания акционер (или группа акционеров) должен обладать как минимум 3% уставного капитала в Японии и 33% – в Мексике. В основном же для этого требуется как минимум 10 – 25%[35].

Взаимоотношения между мелкими акционерами и менеджером осуществляется на условиях агентского договора: акционеры нанимают руководителя, который должен управлять предприятием в их интересах, действуя в качестве агента[36].

Агентскими отношениями М. Дженсен и В. Меклинг в своей совместной работе[37] назвали *контракт, в соответствие с которым один или несколько экономических агентов – принципалов привлекают другого субъекта – агента для осуществления определенных действий в их пользу с предоставлением агенту права принимать решения.*

Если обе стороны данных отношений имеют цель в максимизации собственной полезности, то есть все основания предполагать, что агент не всегда будет исполнять свои обязанности, руководствуясь интересами принципала.

Прочими причинами возникновения данной проблемы можно выделить:

– отсутствие полной материальной ответственности агента за результаты своих действий, из чего следует, что агент делит риск своей деятельности с принципалом;

те дивидендов (в этом случае владельцы привилегированных акций обладают правом на контроль наряду с владельцами обыкновенных акций).

[35] La Porta, R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W. Law and Finance // Journal of Political Economy. – 1998. – № 106. – pp. 1113-1155.

[36] Строго говоря, данное утверждение верно и для взаимоотношений крупных акционеров с менеджером. Однако, поскольку нас интересуют только издержки мелких акционеров, мы будем рассматривать именно их в качестве субъекта взаимоотношения. Кроме того, стоит добавить, что крупный акционер как обладатель больших прав контроля, способен эффективнее противостоять данной проблеме. Высокая концентрация собственности часто используется предприятиями, не имеющими иных альтернатив в ограничении данного конфликта (отсутствие развитого рынка ценных бумаг, неэффективное законодательство с позиций защиты прав акционеров). Таким образом, основное бремя издержек в данном взаимоотношении ложится на плечи мелких акционеров, которые ограничены в возможностях противостоять оппортунизму менеджера (в силу недостатка прав контроля).

[37] Jensen Michael C., Meckling William H. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure // Journal of Financial Economics. – 1976. – Vol. 3, No. 4. – pp. 305-360.

– между агентом и принципалом существует информационная асимметрия в пользу агента, в результате чего принципал не может отделить в совокупном результате деятельности агента компоненту, ставшую непосредственным результатом работы агента, от компоненты – результата действия внешних обстоятельств;

– между агентом и принципалом заключается так называемый «неполный контракт», то есть контракт, в котором невозможно оговорить наступление всех возможных событий или действий сторон, поскольку вариантов возникновения данных событий чрезвычайно много.

Для повышения эффективности исполнения контракта агентом принципал может установить соответствующие стимулы для агента и внедрить систему контроля, неся при этом издержки на мониторинг. В некоторых ситуациях агент путем предъявления соответствующих доказательств (отчетности, раскрытия информации), несения издержек «самоограничения», гарантирует принципалу, что не будет осуществлять действий против его интересов. В любом случае, при агентском контракте издержки, связанные с эффективностью его исполнения, существуют. Кроме того, данные издержки не обеспечивают абсолютного соответствия действий агента интересам принципала.

Таким образом, согласно работе М. Дженсена и У. Меклинга[38], **агентскими издержками** признается стоимостная величина потерь, которые несут обе стороны по причине ненадлежащего исполнением агентского контракта. Данные издержки состоят:

– из издержек на мониторинг (контроль) агента;

– из издержек «самоограничения»;

– из остаточных потерь, то есть непосредственных потерь от оппортунизма агента, которых нельзя было избежать, неся первые два вида издержек.

Если предприятием владеет единственный собственник, который является одновременно и ее менеджером, то в этом случае действия менеджера целиком и полностью направлены на максимизацию собственной полезности. В этом случае никаких агентских проблем не существует. Однако часто права собственности и распоряжения делами на предприятии находятся в руках различных экономических агентов.

Если менеджер является не полным собственником предприятия (пусть даже на 1%, то есть владеет 99% акций), агентские издержки (как вид трансакционных издержек) возникают по причине отклонения его собственного интереса и интересов остальных собственников, так как теперь менеджер несет только часть издержек для получения выгод от деятельности предприятия. Иначе говоря, если менеджер является собственником только части предприятия, он будет использовать каждый рубль активов только в части, максимизирующей полезность от его (менеджера) доли в капитале предприятия[39]. Таким образом, чем меньше доля менеджера, тем более он

---

[38] Там же.

[39] Jensen Michael C., Meckling William H. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure // Journal of Financial Economics. – 1976. – Vol. 3, No. 4. – pp. 305-360.

склонен к получению выгод иными способами, нежели в качестве доходов на принадлежащие ему акции.

Данный конфликт интересов ведет к ограничению прав акционеров на денежные потоки. Это проявляется в том, что менеджер принимает решения, которые с позиций интересов акционеров не являются эффективными и ведут, например, к снижению доходов предприятия, что рано или поздно отразится на дивидендах и/или приросте курсовой стоимости акций.

Однако менеджер может пытаться также и ограничить право контроля акционеров. Это может проявляться, например, в виде воспрепятствования осуществлению права голоса акционеров путем уклонения от их информирования о проведении общих собраний, нарушения процедуры проведения собраний, нераскрытия информации о деятельности предприятия и т.д.

Таком образом, согласно классификации трансакционных издержек, приведенной выше, основным видом издержек, которые несут при взаимоотношении с менеджером мелкие акционеры, являются **издержки оппортунистического поведения, выражающиеся в недобросовестном поведении менеджера, которое идет вразрез с интересами акционеров.**

В стоимостном выражении максимальный объем трансакционных издержек, который несет акционер в результате оппортунистического поведения менеджера, равен сумме инвестированных средств (акционер в данном случае полностью лишается всех денежных потоков (отсутствуют дивиденды, курсовая стоимость акции равна нулю), а также дополнительных затрат (главным образом, на защиту своих прав и интересов).

В качестве средств защиты акционеров от недобросовестных действий менеджера могут выступать различные механизмы, а именно:

– **использование прав контроля** (в основном для владельцев обыкновенных акций), в т.ч. принятие решений по важнейшим вопросам функционирования акционерного общества, инициирование проведения общего собрания акцио

неров, требование проверки ревизионной комиссией финансово-хозяйственной деятельности предприятия;

– **реализация схемы принятия решений на предприятии, основанной на разделении полномочий**. Е. Фама и М. Дженсен отмечают[40] следующую последовательность принятия решений: *инициирование:* выработка предложений; *ратификация:* выбор подходящего решения; *внедрение:* исполнение одобренных решений; *контроль:* измерение эффективности работы и вознаграждение. Из этих стадий инициирование и внедрение находятся в ведении менеджера, а ратификация и контроль – в компетенции собственников-акционеров. Таким образом, в данной схеме предполагается участие в деятельности предприятия различных лиц, разделение их полномочий, что способствует принятию таких решений, которые бы соответствовали интересам собственников;

– **наличие совета директоров и ревизионной комиссии – органов управления и контроля**, в чьи функции входит контроль за деятельностью менеджера (генерального директора);

– **защита интересов акционеров в законодательстве,** т.е. наличие определенных норм, предусматривающих судебную защиту для акционеров от противоправных действий менеджера;

– **рынок ценных бумаг:** ущерб, вызванный конфликтами интересов, будет соответствующим образом оценен рынком и учтен при установлении стоимости акций. Низкая оценка ценных бумаг предприятия, вызванная конфликтами интересов между менеджером и акционерами отразится на дальнейших возможностях предприятия привлекать средства на фондовом рынке. Кроме того, в международной практике сформировался принцип компенсации труда менеджеров посредством представления опциона на покупку акций в буду

[40] См. Fama Eugene F., Jensen Michael C. Separation of Ownership and Control // Journal of Law and Economics. – 1983. – Vol. XXVI.

щем, что делает последних заинтересованными в росте курсовой стоимости акций;

– **рынок слияний и поглощений.** При недобросовестном поведении менеджера низкие цены на акции будут способствовать захвату предприятия другим собственником, что приведет и к смене руководства. Опасаясь потери рабочего места, менеджер будет стараться ограничивать принятие решений, не соответствующих интересам акционеров;
– **мониторинг банков и прочих кредиторов.** Независимые от эмитента банки и прочие кредиторы (преимущественно крупные кредиторы) внимательно следят за деятельностью предприятия, которому они предоставляют займы. В случае возникновения финансовых затруднений они способны предъявить требования по погашению займов. Менеджер будет стремиться избегать финансовых затруднений и банкротства, поскольку в этом случае он потеряет свое рабочее место.

1.2.3. Взаимоотношения между крупными и мелкими акционерами

В отличие от взаимоотношения между мелкими акционерами и менеджером, взаимоотношения между крупными и мелкими акционерами не оформлены каким-либо контрактом, договором. Эти взаимоотношения – по сути взаимоотношения между членами одного коллектива, то есть между формально равными по положению экономическими агентами – собственниками.

Как было указано выше, интересы крупных и мелких акционеров не совпадают или, по крайней мере, совпадают не полностью.

Например, крупные акционеры не заинтересованы в получении дивидендов, а также иногда и в росте курсовой стоимости, если рынок ценных бумаг для данной категории акционеров не интересен, а рынок слияний и поглощений не развит.

Причины отсутствия таких интересов – в том, что крупные акционеры способны извлекать выгоды от деятельности предприятия иными способами. Например, путем контролирования денежных потоков.

Действительно, крупный акционер, обладающий, например, 60%-ной долей в капитале, способен определять почти любые решения, то есть фактически распоряжаться всем объемом имущества предприятия, узурпировав, тем самым, права владельцев остальных 40% акций. Иными словами, такой акционер обладает практически 100% от общего объема прав контроля и только 60% от общего объема прав на денежные потоки. В этом заключается источник конфликтов между крупными и мелкими акционерами.

Обострению проблемы конфликтности интересов между крупными и мелкими акционерами способствует неравное количество голосов, приходящихся на одну акцию. Если в одних странах (например, в Бразилии, Греции, Иордании, Малайзии, Пакистане, России, Японии[41]) закреплен принцип «одна акция – один голос», то в других (этих стран большинство: например, в Бельгии, Великобритании, Германии, Израиле, Испании, США, Франции[42]) существует возможность за частью обыкновенных акций закреплять более одного голоса на одну акцию.

Дифференциация количества голосов на одну акцию, как правило, происходит на основе продолжительности владения: более «старые» акционеры (например, учредители, основатели предприятия) получают больше голосов на одну акцию, или на основе объема пакета акций: чем крупнее пакет, тем больше голосов приходится на одну акцию. Допустим, крупный акционер является владельцем 35% акций, на каждую из которых приходится 2 голоса. В этом случае почти абсолютный контроль (около 52% голосов (35x2/(35x2+65x1)) над предприятием подкреплен только 30% от общего объема прав на денежные потоки.

---

[41] La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W. Law and Finance // Journal of Political Economy. – 1998. – № 106. – pp. 1113-1155.
[42] Там же.

Крупные акционеры, извлекая преимущества от большого объема прав контроля, могут обеспечить принятие предприятием таких решений, которые будут отвечать исключительно их интересам, а не интересам всех акционеров.

Тип трансакционных издержек, наиболее свойственный данному взаимоотношению – это **издержки коллективного принятия решений**, выражающиеся в принятии неоптимальных решений; решений, ущемляющих интересы одних акционеров в угоду другим.

Трансакционные издержки данного взаимоотношения в стоимостном выражении могут быть равны снижению объема денежных потоков (дивидендов и прироста курсовой стоимости) вплоть до полного обесценения вложений мелких акционеров.

1.2.4. Взаимоотношения между менеджером и владельцами облигаций

Согласно российскому законодательству, облигация – это эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее держателя на получение от эмитента облигации в предусмотренный ею срок ее номинальной стоимости и зафиксированного в ней процента от этой стоимости или иного имущественного эквивалента[43].

Таким образом, **облигация представляет собой особую форму кредитования – посредством выпуска ценных бумаг – с закреплением за владельцем облигации прав на денежные потоки, а именно прав на получение процентных платежей и возврат основной суммы долга.**

Как уже указывалось, обыкновенные акции также удостоверяют право на денежные потоки. Однако кроме этого, акция также представляет ее владельцу и право на контроль – средство, которое в числе прочего гарантирует осуществление первого права. Ведь очевидно, что, не имея прав контроля у акционеров, руководство предприятия сможет с достаточной легкостью избежать, например, выплат дивидендов.

Облигации же не предоставляют права контроля. Однако, владельцы облигаций также имеют механизм осуществления своих прав. **В отличие от акций, эмитент облигаций имеет твердое обязательство перед их владельцами, при неисполнении которого данные владельцы (кредиторы) имеют возможность подать иск в суд о возмещении суммы долга или о признании предприятия – эмитента банкротом.**

Кроме того, владелец облигации имеет приоритетную очередность в погашении обязательств перед акционерами. Также формой обеспечения прав владельцев облигации является залог или гарантии.

В отличие от агентского договора, лежащего в основе взаимоотношений между акционерами и менеджером, кредитор – владелец облигаций вступает в иные взаимоотношения с предприятием. Данные взаимоотношения характеризуются:

- **лучшей проработанностью контракта** как по причине большей (по сравнению с взаимоотношениями между акционерами и менеджером) простоты и формализованности данных взаимоотношений: контракт имеет ограниченный срок действия, все денежные потоки четко оговорены заранее; так и по причине лучшей «измеримости» эффективности работы предприятия и его менеджера: основной признак – способность погасить в установленные сроки долг;
- **наличия отмеченных выше механизмов защиты интересов кредиторов** (банкротство, залог).

Каков источник трансакционных издержек для владельца облигаций?

Представляется, что наиболее важным при взаимоотношениях между менеджером и кредиторами – владельцами облигаций источником трансакционных издержек являются **издержки спецификации и защиты прав собственности,** которые заключаются в данном случае в затратах времени и ресурсов, необходимых для восстановления нарушенных прав (затраты по использованию механизма банкротства и залога), а также потери от плохой их спецификации и ненадежной защиты.

---

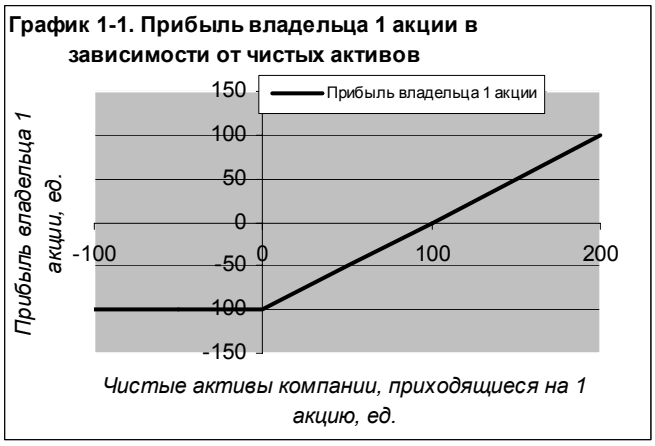
[43] Ст. 2 Закона о рынке ценных бумаг.

Максимальный объем трансакционных издержек, который может нести в результате конфликтов интересов кредитор – это полная потеря основной части долга и процентов.

Необходимо отметить – то, что одной из сторон данного взаимоотношения является менеджер, – условно. Менеджер был выбран в данном случае, поскольку он является представителем предприятия – эмитента, и в его лице оформляются подобного рода соглашения и контракты, он принимает большее количество решений по кредитованию. Данный тип взаимоотношения складывается в соответствии с «правилами игры», установленными государством в виде законодательной защиты прав кредиторов (в т.ч. владельцев облигаций).

1.2.5. Взаимоотношения между акционерами и кредиторами – владельцами облигаций

Конфликты интересов между кредиторами – владельцами облигаций и акционерами возникают в результате определенных действий предприятия, ведущих к перераспределению выгоды отдельных групп инвесторов относительно друг друга. Данный конфликт порождается изначальным различием в правах и рисках, существующих у акционеров и владельцев облигаций.

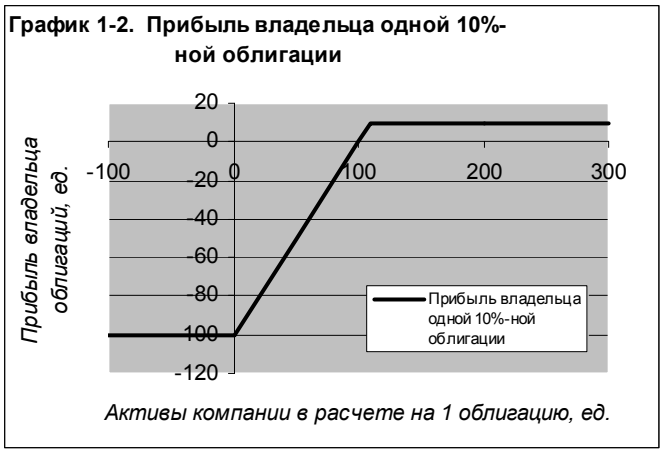


Риск акционера ограничен только его вкладом в капитал предприятия, а доходы не ограничены ни чем. В работе Галая и Мазулиса[44] акция предприятия рассматривается в качестве опциона «колл» на активы предприятия. Действительно, динамика прибыли акционера – владельца

[44] Galai D., Masulis R. The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock // Journal of Financial Economics. – 1976. – № 3. – pp. 53-81.

одной акции, показанная на Графике 1-1, напоминает доход покупателя опциона «колл». Прибыль акционера, купившего акцию по цене 100 единиц, определяется как разница между чистыми активами предприятия, приходящимися на одну акцию, и ценой приобретения акции. Для акционера, таким образом, деятельность предприятия будет выгодной, если она обеспечит рост чистых активов выше 100 единиц. При этом потенциальная прибыль акционера не имеет максимума. В то же время, по причине ограниченной ответственности наибольший убыток акционера в любом случае составит 100 единиц, даже если предприятие окажется банкротом, и его чистые активы будут отрицательны по величине.

В отличие от акционеров, кредиторы имеют ограниченные требования к предприятию в сумме инвестированных средств и доходов, определяемых на основе заранее оговоренной процентной ставки. Таким образом, например, динамику прибыли владельца 10%-ной облигации номиналом 100 единиц, чей срок погашения уже наступил, в зависимости от имеющихся активов у предприятия (в расчете на одну облигацию), можно представить Графиком 1-2.



Владелец облигации будет не в убытке только в том случае, если у предприятия как минимум будет достаточно активов, чтобы погасить основную сумму долга по облигации (100 единиц). В лучшем случае владелец облигации получит полностью сумму процентных платежей (еще 10 единиц). Однако владелец облигаций будет безразличен к тому, останутся ли у предприятия средства сверх выплаченных 110 единиц – его прибыль ограничена 10 единицами. В том случае, если у предприятия не будет достаточно средств для погашения и основной суммы долга, кредитор может потерять вплоть до 100 единиц, то есть всю сумму вложенных средств.

Рассмотрим некоторые примеры проявления конфликтов между акционерами и кредиторами. Данные примеры можно разделить на варианты с перераспределением выгоды от кредиторов к акционерам и от акционеров к кредиторам.

Примерами первого типа являются **осуществление рискованных проектов**, то есть проектов с высокой вероятностью получения убытков, и **недостаточное инвестирование.**

Поскольку владельцы облигаций не имеют возможности контролировать деятельность предприятия с целью ограждения от повышенного риска, они требуют от предприятия повышенных процентных платежей на облигации[45]. Акционеры же могут быть заинтересованы в проекте даже с отрицательной чистой приведенной стоимостью, если он существенно повышает рискованность активов[46]. При этом прирост стоимости акционерного капитала достигается за счет кредиторов, которые в случае неудачи инвестиционного проекта могут не получить или получить не в полном объеме причитающиеся им средства. Эта опасность вызывает снижение рыночной стоимости долгов предприятия.

Таким образом, **переход к более рискованной инвестиционной политике означает перераспределение выгоды от кредиторов к акционерам**[47].

Примером конфликта может являться также случай недостаточного инвестирования, когда акционеры могут отклонить проекты, увеличивающие стоимость предприятия, если бóльшую долю доходов при этом получают кредиторы, а не акционеры, чье право требования младше по сравнению с долгом[48].

---

[45] Krishnaswami S., Spindt P.A., Subramaniam V. Information Asymmetry, Monitoring, and the Placement Structure of Corporate Debt: Working paper / University of New Orleans. – New Orleans: University of New Orleans, 1998, p. 6.

[46] Вспомним, что привлекательность и, следовательно, цена опциона растет с ростом неопределенности.

[47] Чиркова Е.В. Действуют ли менеджеры в интересах акционеров? Корпоративные финансы в условиях неопределенности. – М.: Олимп-Бизнес, 1999, С. 118-119.

[48] Цит. по: Krishnaswami S., Spindt P.A., Subramaniam V. Information Asymmetry, Monitoring, and the Placement Structure of Corporate Debt: Working paper / University of New Orleans. – New Orleans: University of New Orleans, 1998, p. 6.

Данная ситуация, ведущая к перераспределению благосостояния от кредиторов к акционерам, возникает в случае, когда предприятие имеет большой объем задолженности, и при осуществлении некоторого инвестиционного проекта прибыль придется направлять, главным образом, на ее погашение.

Вариантом проявления проблемы недостаточного инвестирования является выбор предприятием долгосрочного долга. В соответствии с работой Майерса[49], предприятие предпочтет выпускать долгосрочный долг только в том случае, если не будет иметь долгосрочных перспектив роста, поскольку в случае наличия таких перспектив, акционеры будут вынуждены в дальнейшем делиться частью доходов от деятельности предприятия с кредиторами. Практические исследования[50] свидетельствуют, что предприятия с лучшими перспективами развития выпускают больше краткосрочного долга и, наоборот, предприятия без перспектив роста осуществляют привлечение средств через долгосрочное кредитование[51].

Примером второго типа являются **выпуск акций и другие варианты снижения финансового рычага.**

В соответствии с работой Галая и Мазулиса[52] выпуск акций ведет за собой перераспределение некоторой доли экономической выгоды от акционеров к кредиторам в результате снижения финансового рычага, а, следовательно, и риска кредиторов. В силу того, что условия кредитного договора, как правило, фиксированы и не могут быть изменены в одностороннем порядке, снижение риска неплатежа не может быть компенсировано, например, снижением процентной ставки по долгу. Данные обстоя

---

[49] См. Myers S.C. Determinants of Corporate Borrowing // Journal of Financial Economics. – 1977. – № 5. – pp. 147-175.
[50] См. Barclay, M. J., Smith C. W. The Maturity Structure of Corporate Debt // Journal of Finance. – 1995. – № 50. – pp. 609-632 и Stohs M., Mauer D. The Determinants of Corporate Debt Maturity Structure // Journal of Business. – 1996. – No. 69. – pp. 279-312.
[51] Datta S., Iskandar-Datta M., Patel A. Some Evidence on the Uniqueness of Initial Public Debt Offering: Working paper / Bentley College. – Bentley College, 1998, p. 7.
[52] Galai D., Masulis R. The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock // Journal of Financial Economics. – 1976. – № 3. – p. 53-81.

тельства способны производить отрицательный эффект на рыночную стоимость акций предприятия при эмиссии.

Итак, мы провели анализ основных форм действия конфликтов интересов при взаимоотношении между акционерами и кредиторами – владельцами облигаций.

Основным типом трансакционных издержек, характерным для данного взаимоотношения являются **издержки оппортунистического поведения**, поскольку акционеры как собственники предприятия, берущего долговые обязательства, подвергают кредиторов излишнему риску.

Когда же акционеры принимают решения, выгодные кредиторам, то в этом случае трансакционные издержки вынуждены нести сами акционеры. Можно предположить, что данные издержки – это **издержки «самоограничения»**, то есть издержки, которые берут на себя акционеры с целью «убедить» кредиторов в том, что их интересы соблюдаются. Однако, как известно, издержки «самоограничения» – это один из видов издержек оппортунистического поведения.

* * *

Мы выделили четыре интересуемых нас типа взаимоотношений между экономическими агентами. Обобщим данные о них в следующей таблице (см. Таблицу 1-1).

Подводя черту под анализ взаимоотношений между экономическими агентами, сделаем общий вывод.

Трансакционные издержки, сопутствующие приведенным взаимоотношениям, не ограничиваются теми типами, которые были указаны как основные для каждого взаимоотношения. Например, при взаимоотношении между менеджером и мелкими акционерами могут возникать издержки поиска информации (при выборе объекта инвестиций – на этапе принятия решений по инвестированию и при сборе информации о деятельности предприятия, будучи акционером); издержки спецификации и защиты прав собственности (при необходимости обращаться для защиты своих прав в судеб

ные органы). Отмеченный для каждого взаимоотношения основной тип издержек является определяющим, то есть непосредственно следующим из сущности конфликта.

Таблица 1-1.

Общие данные о рассматриваемых взаимоотношениях

Тип взаимоотношения	Природа конфликтов интересов во взаимоотношении	Проявление конфликтов	Преобладающий тип трансакционных издержек	Возможный ущерб (трансакционные издержки)
Между мелкими акционерами и менеджером	Оппортунистическое поведение менеджера при наличии неравного обладания информацией	Менеджер управляет предприятием в своих интересах, снижая эффективность деятельности предприятия и, соответственно, инвестиций акционеров	Издержки оппортунистического поведения	Неполучение дивидендов, полное или частичное обесценение акций, ухудшение финансовых результатов предприятия, а также дополнительные расходы на контроль и получение информации
Между крупными и мелкими акционерами	Владение контрольным пакетом дает право неограниченного контроля над предприятием. При этом интересы мелких акционеров могут не учитываться	Принятие решений, ущемляющих интересы мелких акционеров	Издержки коллективного принятия решений	Неполучение дивидендов, полное или частичное обесценение акций, ухудшение финансовых результатов предприятия
Между менеджером и кредиторами – владельцами облигаций	Затраты на защиту своих прав и интересов при ухудшении финансового состояния заемщика (предприятия – эмитента)	Например, законодательством могут налагаться ограничения на кредиторов по изъятию залога, устанавливаться приоритет государства и трудового коллектива по взысканию задолженности при банкротстве	Издержки спецификации и защиты прав собственности	Неполучение (полное или частичное) процентов и основной суммы долга, а также затраты направленные на их получение
Между акционерами и кредиторами – владельцами облигаций	Различие в правах на денежные потоки предприятия	Например, склонность акционеров использовать средства кредиторов, подвергая их излишнему риску	Издержки оппортунистического поведения	Неполучение процентов и основной суммы долга – для кредиторов; снижение стоимости акций – для мелких акционеров

1.3. Рейтинговый метод оценки трансакционных издержек инвесторов

Мы выявили круг взаимоотношений, трансакционные издержки при которых ложатся на плечи мелких акционеров и кредиторов – владельцев облигаций.

Однако необходимо учитывать тот факт, что **данные экономические агенты (мелкие акционеры и кредиторы – владельцы облигаций) действуют в условиях их ограниченных способностей к принятию наиболее рациональных решений по причине отсутствия у них полной информации и невозможности использовать**

весь объем своих интеллектуальных возможностей (например, по причине недостатка времени или нежелания тратить время). В этих условиях инвесторы не способны точно оценить объем трансакционных издержек, связанных с владением ценными бумагами.

Например, при взаимоотношении между мелкими акционерами и менеджером, если мы были бы точно уверены в размере ущерба, наносимого действиями менеджера в результате следования личным интересам, то для определения стоимости акций достаточно было бы учесть при расчетах, например, приведенную стоимость всех отрицательных денежных потоков, производимых в ущерб акционеров.

Однако измерить подобным образом ущерб инвестору (тем более мелкому, обладающему только публичной информацией) не представляется возможным. Почему? Во-первых, даже если предприятие осуществляет полное раскрытие информации о своей деятельности, вряд ли информация о злоупотреблениях менеджера попадет в отчет, во-вторых, на практике трудно отделить ущерб акционеров, вызванный их конфликтами интересов с менеджером, от прочих факторов деятельности предприятия (например, от недальновидности руководства, ошибках в прогнозах, общем ухудшении ситуации в отрасли или в экономике в целом).

Вследствие этого, владельцы облигаций и мелкие акционеры будут оценивать не сами трансакционные издержки, а анализировать **факторы – сигналы**[53], которые могут свидетельствовать о наличии данных издержек, и соответствующим образом учитывать это при оценке бумаг предприятия.

Таким образом, задача эмитента – оценить не реальный уровень трансакционных издержек с целью принятия мер по повышению привлекательности своих ценных бумаг, а определить действие данных факторов и, учитывая их, принимать решения по эмиссии.

---

[53] В теории трансакционных издержек идея сигналов как действий экономического агента, направленных на снижение информационной асимметрии в процессе осуществления сделки, впервые была разработана А. Спенсом (см. Spence A. Market Signaling: Information Transfer in Hiring and Related Processes. – Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1973).

Факторы – сигналы определим как **любые факты (действия, события, признаки), на основе которых можно с достаточной вероятностью судить о величине трансакционных издержек при исследуемом взаимоотношении.**

Например, если:

– известны случаи нарушения генеральным директором предприятия прав акционеров при проведении общего собрания;

– генеральному директору принадлежит незначительная доля акций предприятия, но известно, что генеральный директор создал ряд коммерческих фирм, которые являются основными агентами предприятия по сбыту готовой продукции и по закупке сырья. При этом принципы взаимоотношений предприятия с данными структурами не прозрачны, что позволяет делать предположение о том, что цель создания данных предприятий – перевод прибыли с предприятия;

– главные посты в руководстве предприятия занимают родственники генерального директора;

– предприятие не беспокоится о необходимости раскрытия информации для акционеров,

то может ли потенциальный инвестор высоко оценить акции такого предприятия, даже если перспективы отрасли, в которой оно оперирует, и его положение среди иных предприятий отрасли вызывают оптимизм?

Рассмотрим другой пример.

Предприятие, имеющее хорошее финансовое положение, намерено осуществить выпуск долгосрочных облигаций под залог собственной недвижимости. Однако в законодательстве страны, резидентом которой является данное предприятие, установлено, что в случае ухудшения финансового положения и при банкротстве, кредиторы – владельцы облигаций смогут получить свои средства только при условии, если предприятие полностью рассчитается с наемными работниками по оплате труда и погасит долги по налогам. Заложенное же имущество может быть включено в общую конкурсную массу и пойти на погашение иных обязательств. Кроме того, акционеры мо

гут посредством взяток принудить суд занять их сторону при рассмотрении иска. Учитывая данные обстоятельства, инвесторы, принимая во внимание наличие высоких потенциальных трансакционных издержек, либо склонят предприятие продать им облигации с определенным дисконтом, либо предпочтут облигации иного предприятия, являющегося резидентом страны, где выше уровень законодательной защиты прав и интересов кредиторов.

В указанных примерах инвесторы могут сделать выводы относительно трансакционных издержек исходя из различных известных им фактов. При этом инвесторы, разумеется, не смогут оценить реальные издержки, но факты могут сигнализировать о том, что трансакционные издержки существуют или могут существовать.

Среди факторов – сигналов, используемых в настоящей работе, выделим те, которые существуют на **уровне макросреды** (на уровне государства, рынка) и факторы, которые существуют **на уровне микросреды** (предприятия – эмитента и экономических агентов).

Факторы – сигналы микросреды – это факты, признаки, действия, события, которые характеризуют уровень трансакционных издержек только для конкретных взаимоотношений на предприятии.

Напротив, по **факторам – сигналам макросреды** можно делать выводы о наличии и уровне трансакционных издержек не только для взаимоотношений на определенном предприятии, но и на других предприятиях, имеющих отношение к данной макросреде.

Итак, **инвестор при выборе ценных бумаг для инвестирования будет определять не реальный стоимостный ущерб (трансакционные издержки), а только оценивать относительный размер данного ущерба на основе анализа факторов – сигналов, сопоставляя на их основе ценные бумаги различных видов и различных эмитентов.**

Для определения объема трансакционных издержек инвесторов и их влияния на стоимость ценных бумаг предприятия необходимо выбрать подход, который,

во-первых, мог бы быть использован в условиях отсутствия жесткой (функциональной) связи явлений и неполноты информации;

во-вторых, должен давать не только качественную, но и количественную оценку связи явлений.

Наиболее полно отвечает таким условиям, пожалуй, **рейтинговый метод**, используя который, мы сможем рассчитать не объем трансакционных издержек кредиторов – владельцев облигаций и мелких акционеров, а количественное значение рейтинга данных трансакционных издержек.

Если вновь обратится к схемам 1-2 и 1-3, то можно определить, что рейтинг трансакционных издержек для мелких акционеров должен основываться на учете факторов – сигналов трансакционных издержек, вызванных конфликтами интересов во взаимоотношениях между менеджером и мелкими акционерами (линия 1 на Схеме 1-2), между крупными и мелкими акционерами (линия 2 на Схеме 1-2) и между акционерами и кредиторами – владельцами облигаций (линия 4 на Схеме 1-2).

Соответственно, рейтинг трансакционных издержек владельца облигаций должен быть основан на учете факторов-сигналов трансакционных издержек, связанных с конфликтами интересов во взаимоотношениях между менеджером предприятия и кредиторами – владельцами облигаций (линия 3 на Схеме 1-3), а также между акционерами и кредиторами (линия 4 на Схеме 1-3).

Если принять следующие обозначения:

S – рейтинг трансакционных издержек инвесторов (кредиторов – владельцев облигаций и мелких акционеров);

$\mathbf{S_a}$ – рейтинг трансакционных издержек мелких акционеров;

$\mathbf{S_o}$ – рейтинг трансакционных издержек кредиторов – владельцев облигаций;

$\mathbf{R_1}$ – аспект рейтинга трансакционных издержек, вызванных конфликтами во взаимоотношениях между менеджером и мелкими акционерами;

$\mathbf{R_2}$ – аспект рейтинга трансакционных издержек, вызванных конфликтами во взаимоотношениях между крупными и мелкими акционерами;

R_3 – аспект рейтинга трансакционных издержек, вызванных конфликтами во взаимоотношениях между менеджером и кредиторами – владельцами облигаций;

R_4 – аспект рейтинга трансакционных издержек, вызванных конфликтами во взаимоотношениях между акционерами и кредиторами – владельцами облигаций [54, 55], то предварительно совокупные рейтинги можно выразить следующим образом:

$$S_a = f(R_1, R_2, R_4)$$

и

$$S_o = f(R_3, R_4).$$

Совокупный рейтинг трансакционных издержек инвесторов (S) равен сумме рейтингов трансакционных издержек мелких акционеров и кредиторов – владельцев облигаций или

$$S = S_a + S_o.$$

Необходимо отметить, что в отличие от других рассматриваемых рейтингов конфликтов интересов рейтинг R_4 для мелких акционеров и владельцев облигаций является одинаковым по значению, но противоположным по знаку. Таким образом, если, например, предприятие – эмитент осуществляет прокредиторскую политику, то, соответственно, мелкие акционеры несут трансакционные издержки от конфликтов интересов между акционерами и кредиторами – владельцами облигаций, а кредиторы получают равнозначную выгоду. Соответственно, при расчете совокупного рейтинга трансакционных издержек инвесторов (S) значение аспекта R_4 можно не принимать в расчет.

Примем общее правило при расчете рейтингов трансакционных издержек: более высокое значение рейтинга соответствует более низкому уровню трансакционных издержек. Таким образом, **необходимо из множества вариантов эмиссии, каждый из которых отличается уникальным набором параметров (например, вид ценной**

---

[54] Номера индексов для аспектов рейтингов трансакционных издержек соответствуют номерам, которыми обозначены взаимоотношения между экономическими агентами на схемах 1-2 и 1-3.

бумаги и набор прав, закрепляемых за ее владельцем, форма и порядок размещения и т.д.) выбрать такой вариант, который бы обеспечивал максимальное значение рейтинга S.

Также необходимо принимать во внимание рейтинг R_4. Хотя на совокупный рейтинг трансакционных издержек S он не оказывает влияние, тем не менее, большой дисбаланс по значению данного аспекта в пользу акционеров или владельцев облигаций, может привести к негативной оценке рынком определенных ценных бумаг предприятия. Поэтому **желательно, чтобы абсолютное значение аспекта R_4 было близко к нулю.**

Следующая задача нашего исследования – необходимо разработать порядок количественного определения рейтингов. Для этого необходимо решить две проблемы:

– порядок измерения факторов – сигналов трансакционных издержек;
– порядок расчета величины рейтинга на основе количественных значений данных факторов – сигналов.

Отмеченные проблемы можно решить только на основе практических исследований, которым будет уделено основное внимание в следующих главах.

* * *

В данной главе были решены следующие задачи:

– разработан механизм принятия решений по эмиссии корпоративных ценных бумаг, основанный на учете конфликтов интересов, возникающих в процессе корпоративного управления предприятием между экономическими агентами, и трансакционных издержек, вызванных данными конфликтами;

– разработан рейтинговый метод оценки трансакционных издержек инвесторов на основе анализа факторов – сигналов;

---

[55] В дальнейшем будем называть R_1 – R_4 – рейтингами конфликтов интересов, т.е., например, R_1 – рейтинг конфликтов интересов между мелкими акционерами и руководством.

– определен круг взаимоотношений и конфликтов интересов между экономическими агентами, вызывающих трансакционные издержки инвесторов. Выявлены сущность данных конфликтов и состав связанных с ними трансакционных издержек инвесторов.

Мы определили схему влияния качества взаимоотношений между экономическими агентами на выработку решений по эмиссии ценных бумаг: **конфликты во взаимоотношениях между экономическими агентами порождают трансакционные издержки инвесторов, которые посредством анализа инвесторами факторов–сигналов отражаются на стоимости ценных бумаг предприятия.**

Задача эмитента – оценить не реальное наличие трансакционных издержек с целью принятия мер по повышению привлекательности ценных бумаг, а определить действие факторов – сигналов и принимать решения по эмиссии ценных бумаг с их учетом.

В качестве метода оценки трансакционных издержек предложен рейтинговый подход, базирующийся на количественной оценке рейтинга трансакционных издержек мелких акционеров и кредиторов – владельцев облигаций.

В следующей главе мы подробнее рассмотрим методологию осуществления рейтинговой оценки трансакционных издержек на основе факторов – сигналов. Данные исследования будут в дальнейшем использованы для конструирования методики оценки рейтингов трансакционных издержек мелких акционеров и кредиторов – владельцев облигаций.

Кроме того, в следующей главе будет проанализирован международный опыт, касающийся проблемы трансакционных издержек инвесторов, и сделаны выводы о практике их снижения в странах с различными моделями организации финансовых рынков.

Глава 2. Трансакционные издержки инвесторов: международный опыт оценки

Задачами настоящей главы является

– определение системы факторов – сигналов трансакционных издержек инвесторов;
– разработка порядка количественной оценки факторов – сигналов макросреды;
– выявление методов решения проблем трансакционных издержек инвесторов в странах с различными моделями организации финансовых рынков.

2.1. Методология анализа трансакционных издержек инвесторов на основе факторов – сигналов

2.1.1. Система факторов – сигналов для определения рейтингов трансакционных издержек инвесторов

Факторы – сигналы для расчета рейтинга R_1 конфликтов интересов между мелкими акционерами и менеджером

Факторами – сигналами для определения рейтинга трансакционных издержек мелких акционеров в результате их конфликта интересов с менеджером могут являться какие-либо факты (параметры), которые характеризуют потенциал конфликтности между мелкими акционерами и менеджером, а также факты, которые свидетельствуют о присутствии сдерживающих рамок, ограничений оппортунистического поведения менеджера.

Основным фактором – сигналом, характеризующим потенциал конфликтности, является доля голосующих акций предприятия, принадлежащих менеджеру (гене

ральному директору). Чем выше доля генерального директора, тем меньше потенциал для конфликтности, поскольку с ростом доли интересы генерального директора меньше расходятся с интересами акционеров[56].

К факторам – сигналам ограничений оппортунистического поведения можно отнести:

(1) факты, характеризующие защиту прав и интересов мелких акционеров в законодательстве и мониторинг со стороны рынка ценных бумаг, в т.ч.

- наличие в законодательстве норм, защищающих права и интересы мелких акционеров;
- эффективность применения законодательства (правоприменения);
- качество раскрытия информации;

(2) факты, характеризующие мониторинг за действиями менеджера со стороны крупных собственников, т.е. показатели уровня концентрации собственности на предприятии;

(3) факты, характеризующие мониторинг за действиями менеджера со стороны кредиторов (банковских институтов, кредиторов – владельцев облигациями предприятия и прочих кредиторов).

Факторы – сигналы рейтинга R_2 конфликтов интересов между мелкими и крупными акционерами

Уровень конфликтности интересов между мелкими и крупными акционерами также может определяться двумя группами факторов – сигналов. Это, во-первых, те параметры, которые указывают на потенциальное наличие конфликтности, а во-вторых, – параметры, которые свидетельствуют о присутствии сдерживающих факторов данной конфликтности.

---

[56] В случае, когда 100% акций принадлежит генеральному директору, интересы менеджера полностью соответствуют интересам акционера (однако, при этом менеджер и есть единственный акционер).

К первой группе отнесем показатели концентрации собственности на предприятии. Чем концентрированнее собственность (при одновременном наличии мелких пакетов), тем больше потенциал для конфликта ввиду большей разницы «полюсов» между типами (крупная – мелкая) собственности. Напротив, при наличии только мелкой или только крупной собственности, все акционеры находятся в более – менее равном положении, и потенциал подобного конфликта гораздо ниже.

Ко второй группе факторов – сигналов можно отнести факты, характеризующие защиту прав и интересов мелких акционеров в законодательстве и мониторинг со стороны рынка ценных бумаг, в т.ч.

- наличие в законодательстве норм, защищающих права и интересы мелких акционеров;
- эффективность применения законодательства (правоприменения);
- качество раскрытия информации.

Факторы – сигналы рейтинга R_3 конфликтов интересов между кредиторами – владельцами облигаций и менеджером

Конфликт интересов между владельцами облигаций и менеджером предприятия заключается в возможности кредитора – владельца облигаций реализовать свои права по отношению к данному предприятию.

Напомним, что такими правами являются, как правило, право на получение процентных платежей и возврата основной суммы долга, а в случае нарушения заемщиком графика платежей – обращение взыскания на предмет залога или подача иска в суд о признании заемщика банкротом.

Конфликт интересов между кредиторами – владельцами облигаций и менеджером заключается в эффективности использования таких рычагов давления на должника как изъятие залога и процедуры банкротства, что определяется, главным образом,

развитием законодательной базы и правоприменительной практики по данным вопросам.

Следовательно, рейтинг R_3 должен отражать особенности законодательства страны, регулирующего банкротство и кредитные отношения.

Известно, например, что во Франции и США действует «продолжниковская» система банкротства, позволяющая должнику, попавшему в тяжелое финансовое положение по воле обстоятельств (то есть ненамеренно), освободиться от долгов и получить возможность начать все заново. При этом американские суды зачастую не беспокоят интересы кредиторов, которые вынуждены подстраиваться под условия, предлагаемые судом в целях восстановления платежеспособности должника. Поэтому в США подавляющее большинство дел о банкротстве возбуждается судами по заявлениям должников.[57]

Напротив, в Европе (за исключением Франции) применяется «прокредиторская» система банкротства, приоритетной целью которой является наиболее полное удовлетворение требований кредиторов, когда зачастую уже интересы должника не принимаются во внимание. Главное в этой системе заключается в жестком контроле над сохранностью активов должника и оперативной его ликвидации[58].

Таким образом, факторами – сигналами рейтинга конфликта интересов между кредиторами – владельцами облигаций и менеджером являются факты, характеризующие защиту кредиторов в законодательстве, в т.ч.

- наличие в законодательстве норм, защищающих права и интересы кредиторов;
- эффективность применения законодательства (правоприменения).

---

[57] Постатейный комментарий к Федеральному закону «О несостоятельности (банкротстве)» / Под общ. ред. В.В. Витрянского. – М.: Статут, 1998, С. 7.

Факторы – сигналы рейтинга R_4 конфликтов интересов между акционерами и кредиторами – владельцами облигаций

Анализ конфликта интересов между акционерами и кредиторами является, пожалуй, наиболее сложной задачей по причине трудности идентификации влияния указанных в первой главе проявлений данного конфликта.

Для расчета рейтинга R_4 на основе, например, факторов – сигналов осуществления предприятием рискованных проектов необходимо знать чистую приведенную стоимость всех проектов предприятия, а также быть осведомленным об их рискованности. Разумеется, данная информация, как правило, является закрытой и, следовательно, недоступной для анализа.

Аналогично, представляется достаточно трудоемким делом оценка перспектив деятельности предприятия с целью идентификации наличия потенциальной проблемы недостаточного инвестирования.

Поскольку в настоящей работе рейтинги определяются для выработки решений по эмиссии, можно рассматривать проявление конфликта интересов между акционерами и кредиторами только при изменении финансового рычага предприятия[59].

Для этой цели наиболее простым и эффективным методом определения рейтинга R_4 является фактор – сигнал доли акций или облигаций в структуре капитала предприятия. Для определения влияния данного фактора – сигнала на рейтинг необходимо установить зависимость между выпуском акций или облигаций и рыночной стоимостью ценных бумаг предприятия, находящихся в обращении.

Однако, забегая вперед, отметим, что для выявления данного рейтинга R_4 необходимо располагать информацией о динамике котировок ценных бумаг. Примени

---

[58] Там же.

[59] Напомним, что изменение финансового рычага предполагает изменение кредитной привлекательности предприятия. Например, выпуск акций означает снижение финансового рычага, что означает повышение привлекательности облигаций предприятия (соответственно, их удорожание). Однако данное удорожание осуществляется в ущерб акционерам, поскольку если бы выпуск облигаций был произведен позднее выпуска акций, то предприятие бы получило бóльшую сумму от эмиссии акций.

тельно к средним предприятиям России, по которым строилась методика определения рейтингов трансакционных издержек в настоящей работе, это было неосуществимо, в виду, во-первых, незначительности количества новых эмиссий, и, во-вторых, отсутствия рынка ценных бумаг для данных предприятий. Более того, даже использование информации по крупным предприятиям (например, по «голубым фишкам») также не может дать результата, поскольку среди них новые эмиссии акций и облигаций по-прежнему редки и не могут предоставить статистически значимую оценку исследуемого рейтинга конфликтов интересов между акционерами и кредиторами – владельцами облигаций (R_4).

* * *

Обобщим структуру факторов – сигналов, приведенных выше.

При этом отметим, что факторы – сигналы для определения рейтинга конфликтов интересов между мелкими и крупными акционерами входят также и в структуру факторов – сигналов для определения рейтинга конфликтов интересов между мелкими акционерами и менеджером. Из этого следует, что поскольку рейтинг трансакционных издержек мелких акционеров основан на обоих данных рейтингах (R_1 и R_2), нет необходимости дважды учитывать факторы – сигналы уровня концентрации собственности и защиты прав и интересов мелких акционеров и мониторинга рынка ценных бумаг при определении данного рейтинга трансакционных издержек.

Кроме того, с целью обобщения, унификации факторов – сигналов сгруппируем факторы – сигналы трансакционных издержек мелких акционеров по признаку субъектов, форм мониторинга и контроля, ограничивающими трансакционные издержки:

первая группа: защита прав и интересов мелких акционеров в законодательстве и рынок ценных бумаг;

вторая группа: концентрация собственности;

третья группа: банки и прочие кредиторы.

Долю генерального директора мы сгруппировали с факторами – сигналами концентрации собственности, поскольку данный фактор также характеризует распределение собственности на предприятии.

В отличие от трансакционных издержек мелких акционеров для кредиторов – владельцев облигаций, пожалуй, не существует источников таких издержек на уровне микросреды, так как кредитный договор является полным контрактом, т.е. контрактом, предусматривающем различные последствия действий сторон. Трансакционные издержки кредитора – владельца облигаций определяются степенью эффективности законодательной защиты его прав по данному договору: чем эффективнее защита, тем ниже трансакционные издержки[60].

В результате мы получили следующую структуру факторов – сигналов (см. Таблицы 2-1 и 2-2).

Таблица 2-1.

Факторы – сигналы для определения рейтинга трансакционных издержек мелких акционеров

Наименование фактора – сигнала	О конфликте интересов между какими экономическими агентами сигнализирует фактор – сигнал	Описание предполагаемой связи фактора – сигнала с уровнем трансакционных издержек
Первая группа факторов – сигналов		
(1) Защита прав акционеров в законодательстве	Мелкие акционеры и менеджер, мелкие акционеры и крупные акционеры	Фактор – сигнал макросреды Указывает на то, каковы существуют законодательные ограничения оппортунистического поведения менеджера (генерального директора) и возможностей для действий в собственных интересах крупных акционеров. Чем выше уровень защиты прав, тем ниже ожидаемые трансакционные издержки[61]
(2) Эффективность правоприменения	Мелкие акционеры и менеджер, мелкие акционеры и крупные акционеры	Фактор – сигнал макросреды Указывает на эффективность применения законодательной системы страны (например, на эффективность функционирования судебных органов). Чем выше эффективность правоприменения, тем ниже ожидаемые трансакционные издержки мелких акционеров[62]
(3) Качество раскрытия информации	Мелкие акционеры и менеджер, мелкие акционеры и крупные акционеры	Фактор – сигнал можно отнести как к уровню макросреды, так и микросреды, поскольку, с одной стороны, качество раскрытия информации определяется законодательством (аспект макросреды), с другой стороны, каждое предприятие может добровольно раскрывать информацию большего объ-

[60] В трансакционные издержки не включаются, например, издержки, связанные с финансовым состоянием заемщика. Поэтому с точки зрения уровня трансакционных издержек для кредитора равнозначно благополучное предприятие и предприятие – банкрот. Кроме того, мы не будем касаться случаев возникновения трансакционных издержек кредиторов – владельцев облигаций в результате неправильно составленного кредитного договора, позволяющего предприятию и его менеджеру не исполнять его условия.

[61] См. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W. Law and Finance // Journal of Political Economy. – 1998. – № 106. – pp. 1113-1155.

[62] Там же.

		ема и качества (аспект микросреды). Раскрытие информации способствует снижению информационной асим метрии между менеджером предприятия, крупными акционерами и мелкими акционерами. Качественное раскрытие информации ограничивает возможности как менеджера, так и крупных акционеров действовать в собственных интересах в ущерб интересам мелких акционеров, что сигнализирует о низком уровне трансакционных издержек мелких акционеров[63]
Вторая группа факторов – сигналов		
(4) Доля акций предприятия, принадлежащих генеральному директору (единоличному исполнительному органу)	Мелкие акционеры и менеджер	Фактор – сигнал микросреды Высокая доля генерального директора свидетельствует о его заинтересованности в успешности деятельности предприятия. Чем выше доля генерального директора, тем более его интересы соответствуют интересам остальных акционеров (в т.ч. и мелких), а, следовательно, ниже уровень трансакционных издержек последних[64]
(5) Концентрация собственности	Мелкие акционеры и менеджер, мелкие акционеры и крупные акционеры	Фактор – сигнал микросреды Высокий уровень концентрации собственности с одной стороны свидетельствует о контроле крупных собственников за действиями менеджера (что обеспечивает низкий уровень трансакционных издержек от конфликтов интересов мелких акционеров с менеджером), а с другой – генерирует конфликт интересов между крупными и мелкими акционерами (что ведет к увеличению трансакционных издержек для мелких акционеров от данного конфликта)[65]
Третья группа факторов – сигналов		
(6) Мониторинг банков и прочих кредиторов	Мелкие акционеры и менеджер, мелкие акционеры и крупные акционеры	Фактор – сигнал микросреды Независимые от эмитента банки и прочие кредиторы (преимущественно крупные кредиторы) внимательно следят за деятельностью предприятия, которому они предоставляют займы. В случае возникновения финансовых затруднений они способны предъявить требования по погашению займов. Менеджер будет стремиться избегать финансовых затруднений и банкротства, поскольку в этом случае он потеряет свое рабочее место. Наличие долгосрочных связей предприятия по линии кредитования с банком или другим кредитором расценивается мелкими акционерами как сигнал об успешности функционирования предприятия и, следовательно, о низком уровне трансакционных издержек[66]

Таблица 2-2.

Факторы – сигналы для определения рейтинга трансакционных издержек владельцев облигаций

Наименование фактора – сигнала	**О конфликте интересов между какими экономическими агентами сигнализирует фактор – сигнал**	**Описание предполагаемой связи фактора – сигнала с уровнем трансакционных издержек**
(7) Защита прав кредиторов в законодательстве	Кредиторы – владельцы облигаций и менеджер	Фактор – сигнал макросреды Указывает на то, какие существуют законодательные возможности для обеспечения соблюдения и защиты прав кредиторов. Чем выше уровень защиты прав, тем ниже ожидаемые трансакционные издержки[67]
(2) Эффективность правоприменения	Кредиторы – владельцы облигаций и менеджер	Фактор – сигнал макросреды Указывает на эффективность применения законодательной системы страны (например, на эффективность функционирования судебных органов). Чем выше эффективность правоприменения, тем ниже ожидаемые трансакционные издержки кредиторов – владельцев облигаций[68]

[63] См. Fama Eugene F., Jensen Michael C. Separation of Ownership and Control // Journal of Law and Economics. – 1983. – Vol. XXVI.
[64] См. Jensen Michael C., Meckling William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure // Journal of Financial Economics. – 1976. – No. 3. – pp. 305-360.
[65] См. Fama Eugene F., Jensen Michael C. Separation of Ownership and Control // Journal of Law and Economics. – 1983. – Vol. XXVI.
[66] См. Diamond, Douglas W. Financial Intermediation and Delegated Monitoring // Review of Economic Studies. – 1984. – № 51. – pp. 393-414.
[67] См. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W. Law and Finance // Journal of Political Economy. – 1998. – № 106. – pp. 1113-1155.
[68] См. там же.

2.1.2. Факторы – сигналы макросреды

Факторы – сигналы первой группы: защита прав и интересов мелких акционеров в законодательстве и качество раскрытия информации

Защита прав и интересов мелких акционеров в законодательстве

На уровне макросреды для мелкого акционера наиболее важным является то, какая защита его прав и интересов предусмотрена в законодательстве.

Для анализа факторов – сигналов макросреды воспользуемся данными о защите прав мелких акционеров в законодательствах ряда стран из работы Рафаэля Ла Порта, Флоренсио Лопеса де Силанеса, Андрея Шлейфера, Роберта Вишны[69]. Данный источник, пожалуй, является уникальным, поскольку в нем приведены данные по 49 странам мира, касающиеся отдельных положений законодательства, регулирующих права и интересы мелких акционеров.

Учеными были выделены наиболее важные, с их точки зрения, положения – критерии, свидетельствующие об уровне защиты прав и интересов мелких акционеров, на основе которых был определен балл страны:

– существование ограничения «одна обыкновенная акция – один голос». Если в стране запрещено представлять разное количество голосов обыкновенным акциям (отсутствие «учредительских» многоголосых акций или безголосых обыкновенных акций, отсутствие возможности ограничения количества голосов для одного акционера безотносительно к количеству принадлежащих ему акций), то значение критерия устанавливается равным 1;

– наличие возможности отправления доверенности на право голосования по почте. Значение 1 присваивается критерию, если такая возможность существует;

---

[69] La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W. Law and Finance // Journal of Political Economy. – 1998. – № 106. – pp. 1113-1155.

– отсутствие необходимости депонировать (блокировать) акции перед общим собранием акционеров. Значение критерия равно 1, если акции депонировать не нужно;

– возможность кумулятивного голосования при избрании при избрании состава совета директоров, что позволяет осуществить представительство мелких акционеров в данном органе управления. Значение критерия равно 1, если законодательством предусмотрена такая возможность;

– обязательство выкупа акций предприятием у мелких акционеров, если были приняты важные решения, могущие ограничить их права (например, при слияниях, крупных сделках или важных изменениях в уставе). Значение критерия равно 1, если такое обязательство предусмотрено;

– преимущественное право акционеров приобретения нового выпуска акций, неприменение которого возможно лишь при соответствующем решении общего собрания акционеров. Значение критерия равно 1, если данное право существует;

– минимальный процент голосующих акций, необходимый для инициирования внеочередного собрания акционеров. Если минимальный процент меньше или равен 10%, то значение критерию присваивается 1. В остальных случаях (когда для инициирования внеочередного собрания требуется более 10 процентов голосующих акций) – значение равно нулю. Уровень в 10% был выбран как наиболее типичный для стран.

Данные положения хоть и не являются исчерпывающими, но, тем не менее, свидетельствуют об общем уровне защиты прав мелких акционеров.

В Приложении 3 приведена сводная таблица, в которой отражена информация о том, насколько положения, свидетельствующие об уровне защиты прав акционеров, поддерживаются законодательными системами 49 стран.

На основании полученных значений общий балл законодательства страны по защите прав и интересов мелких акционеров определяется путем суммирования значений критериев (1) – (7). Таким образом, чем выше балльное значение, тем выше уровень защиты прав и интересов мелких акционеров в законодательстве.

Аналогично можно определить балл страны с точки зрения эффективности применения законодательства (правоприменения), то есть того, насколько отмеченные положения защиты прав акционеров реализуются на практике (иными словами, как исполняются законы). Стоит отметить, что данный балл определяет эффективность применения законодательства вообще, а не только законодательства по защите прав акционеров, поэтому его данные будут впоследствии применены и при анализе уровня защиты прав кредиторов – владельцев облигаций.

Балл будем рассчитывать на основе группы показателей политического риска, применяемых при определении рейтинга инвестиционной привлекательности – Международного руководства по композитным страновым рискам (Composite International Country Risk Guide, ICRG) компании PRS Group[70]:

– оценка законности и порядка в стране. Значение данного показателя варьируется от 0 до 6. Чем выше значение, тем более надежна страна в отношении исполнения законов;

– коррупция. Значение варьируется также от 0 до 6. Чем выше значение, тем ниже уровень коррупции;

– качество государственного управления или бюрократии. Значение варьируется от 0 до 4. Аналогично, более высокое значение свидетельствует о более высоком, качественном уровне бюрократической системы страны.

Итоговый балл эффективности применения законодательства страны, используемый в анализе, получим путем суммирования значений всех трех показателей. Таким образом, балл может принимать значения от 0 до 16, и чем выше значение, тем эффективнее применение законодательства в стране.

---

[70] PRS Group является одной из ведущих компаний, которая предлагает информацию о различных рисках ведения бизнеса в конкретных странах. Рейтинг ICRG определяется компанией ежемесячно на основе 22 различных показателей, охватывающих политическую, финансовую и экономическую ситуацию в стране. Рейтинг может принимать значения от 1 до 100. Значения менее 50 свидетельствуют о наличии очень высокого риска, а более 80 – незначительного риска.

Информация о полученных значениях и сводном балле эффективности применения законодательства по 49 странам по состоянию на июнь 1999 года приведена в Приложении 6.

Здесь же сделаем выдержку из таблиц Приложения 3 и Приложения 6 (см. Таблицу 2-3).

Таблица 2-3.

Страна	Общая оценка (балл) защиты прав акционеров	Балл эффективности правоприменения
Пакистан	6	8
Чили	6	12
Великобритания	5	15
Индия	5	10
…	…	…
Сингапур	5	14
США	5	14
ЮАР	5	7
Бразилия	4	7
…	…	…
Германия	1	15
Италия	1	12
Мексика	1	7
Бельгия	0	12

Из полученных данных можно сделать вывод, что для развитых стран характерны большие различия в значениях баллов. Например, балл страны по законодательной защите прав и интересов мелких акционеров составляет в США и Великобритании 5 единиц, а в Германии – только 1. В то же время можно отметить высокие балльные значения для многих развивающихся стран, где рынок ценных бумаг не достаточно развит: например, в Бразилии – 4, в Индии – 5, в Пакистане и Чили – 6.

Объяснению данного факта может служить второй балл – эффективности применения законодательства. Как правило, для стран с развитым фондовым рынком он гораздо выше, чем для стран, где рынок ценных бумаг находится в зачаточном состоянии. Например, для Великобритании и Германии он составляет 15 баллов, для США – 14, а для Бразилии, Индии, Пакистана и Чили – соответственно 7; 10; 8 и 12.

Чтобы обобщить полученные балльные значения и сделать выводы об их значимости для оценки рейтинга трансакционных издержек мелких акционеров, проведем

регрессионный анализ зависимости значений обоих баллов от отношения «Объем капитализации рынка акций / ВВП» исследуемых стран.

Почему мы взяли для анализа данное отношение? В основе проверки лежала гипотеза, заключающаяся в том, что чем выше уровень защиты прав акционеров, тем ниже трансакционные издержки и тем больше спрос на акции и, следовательно, их стоимость (капитализация).

Итак, для анализа по каждой из 48 стран[71] было получено значение отношения, выраженного в процентах, капитализации акций предприятий – резидентов, включенных в биржевой листинг к объему валового внутреннего продукта. Для расчета были использованы данные по капитализации акций и объема ВВП за 1998 год, выраженные в долларах США исходя из текущего валютного курса. ВВП рассчитан по текущим ценам. Информация по капитализации фондовых рынков получена с сайта Интернет Международной федерации фондовых бирж (МФФБ)[72], а по ВВП – с сайта Интернет Организации по экономическому сотрудничеству и развитию (ОЭСР)[73]. По ряду стран данные непосредственно по отношению «Объем капитализации рынка акций / ВВП» получены с сайта Мирового банка в Интернете.[74]

Параметры регрессионной модели приведены в Таблице 2-4.[75]

Таблица 2-4.

Функция регрессии	Значения коэффициентов	Критерии качества связи
Линейная вида $y=k_1x_1+k_2x_2+k_3$, где y – зависимая переменная – отношение капитализации акций к ВВП; Независимые переменные x_1 – фактор-сигнал (1) уровня защиты прав акционеров в законодательстве; x_2 – фактор-сигнал (2) эффективности правоприменения.	k_1 = 6,9520922259323 k_2 = 9,085734857185 k_3 = -57,45801220331	F = 10,612 (модель адекватна при 0,02%); t_{k1}= 1,3798 (фактор x_1 значим при 18%); t_{k2} = 4,259 (фактор x_2 значим при 1%); R^2 = 0, 32050

[71] Отсутствовали данные по показателю «Капитализации рынка акций / ВВП» для Тайваня.
[72] *http://www.fibv.com*.
[73] *http:// www.oecd.org*.
[74] Точнее из электронной версии справочника «2000 World Development Indicators» (World Bank, 2000, pp.264-267). Адрес в Интернете: *http://www.worldbank.com*.

Адекватность полученной регрессионной модели и всех остальных моделей в настоящем диссертационном исследовании осуществлялась на основе F-критерия Фишера для модели в целом, t-критериев Стьюдента для коэффициентов регрессии и множественного коэффициента детерминации R^2.

Модель считалась адекватной, если

– значение F-критерия Фишера свидетельствовало о том, что гипотеза об отсутствии связи явлений могла быть принята с вероятностью менее 10%;

– значение t-критерия Стьюдента хотя бы одного коэффициента регрессии свидетельствовало о том, что гипотеза о нулевом (незначимом) значении данного коэффициента регрессии может быть принята только с вероятностью менее 10%;

– множественный коэффициент детерминации R^2 должен был свидетельствовать о том, что вариация факторных переменных объясняет вариацию независимой переменной не менее, чем на 5%.

Таким образом, значения критериев F Фишера, t Стьюдента, R^2 позволили сделать вывод об адекватности модели связи факторов – сигналов уровня защиты прав и интересов мелких акционеров в законодательстве, эффективности правоприменения и отношения «Объем капитализации рынка акций / ВВП». При этом полученные результаты свидетельствуют о наличии положительной зависимости (k_1 и k_2 – положительные величины). Поскольку на капитализацию рынка, кроме трансакционных издержек, влияет и множество других факторов, регрессионная модель, верно демонстрируя направление связи, объясняет динамику капитализации на 32%.

Кроме того, следует сказать, что в модели подчеркивается более значительный вес фактора – сигнала эффективности применения законодательства.

---

[75] Расчеты по всем моделям были осуществлены с помощью программного продукта Statistica for Windows.

Для оценки значимости (веса) фактора применим следующую формулу[76]:

$$v_{x_n} = \frac{k_n \max_{x_n}}{\sum_m k_m \max_{x_m}}, \qquad (*)$$

где v_{xn} – значимость фактора x_n в модели, k_n – коэффициент при факторе x_n, $\max_{xn}$ – максимальное значение фактора x_n,, а в знаменателе формулы – сумма произведений коэффициентов факторных переменных в регрессии и максимальных значений соответствующих факторных переменных.

Используя данную формулу, можно определить, что «вес» фактора – показателя эффективности правоприменения почти в 3 раза превышает «вес» оценки защиты прав акционеров в законодательстве.

Возможны два объяснения данного обстоятельства.

Во-первых, это то, что в качестве показателя эффективности правоприменения использован достаточно авторитетный индекс ICRG, на который ориентируются инвесторы при оценке риска страны. Оценка же уровня защиты прав и интересов мелких акционеров основана лишь на ключевых моментах защиты прав инвесторов и, возможно, не полностью отражают особенности той или иной страны.

Во-вторых, данная ситуация может служить наглядным подтверждением того, что нормы, которым можно не следовать, малоэффективны. Совершенная защита прав обязательно должна быть подкреплена эффективной системой правоприменения – только при условии надлежащего исполнения законодательства последнее будет иметь определенную значимость и служить тем целям, для которых оно было разработано. Кроме того, как свидетельствуют результаты анализа, страны с развитыми средствами защиты акционеров в законодательстве, но низкой эффективностью правоприменения могут иметь худшее значение отношения «Объем капитализации рынка акций / ВВП» по сравнению со странами с рудиментарными законами, действие которых реже проверяется практикой. Или, иначе говоря, страна, в которой действует

[76] Данная формула может быть использована только при выполнении двух условий: во-первых, если значения всех факторных переменных регрессии имеют минимальное и максимальное значения и, во-вторых, если минимальное значение всех факторных переменных одинаково.

меньше правил в отношении защиты прав и интересов акционеров, может восприниматься как имеющая более эффективную защиту по сравнению со страной, где действует больше средств такой защиты, но вместе с тем могут иметься и очевидные свидетельства проблем с их практическим применением.

Качество раскрытия информации

Обратимся к фактору – сигналу мониторинга со стороны рынка ценных бумаг – качеству раскрытия информации.

Оценка данного сигнала должна осуществляться с позиции способности инфраструктуры рынка ценных бумаг снижать информационную асимметрию между менеджером предприятия и его акционерами[77].

Публичное раскрытие информации может осуществляться предприятием на основе законодательного принуждения данных действий или добровольно. Однако, вряд ли предприятие будет добровольно раскрывать негативную информацию о себе. Таким образом, оценка данного фактора – сигнала должна быть основана на анализе норм законодательства страны, регулирующих процедуры раскрытия информации.

В качестве критериев качества раскрытия информации целесообразно, на наш взгляд, выделить критерии содержательности, достоверности, оперативности и доступности.

Критерии содержательности информации объединяют критерии присутствия в формах раскрытия информации предприятия – эмитента данных, указывающих на эффективность деятельности предприятия и его менеджмента:

– *бухгалтерская отчетность.* Применительно к бухгалтерской отчетности важны такие характеристики как полнота, достоверность и понятность (то есть возможность определения на ее основе реального финансового состояния предприятия);

– *информация о крупных сделках и иных соглашениях предприятия*. Важность данной информации для инвесторов состоит в том, что, как правило, такие сделки могут значительно изменить структуру баланса предприятия, и, следовательно, привести к большим скачкам курса его ценных бумаг. Кроме того, крупные сделки могут явиться попыткой менеджера вывести активы предприятия в ущерб интересам акционеров;
– *информация о размере вознаграждения, выплачиваемого руководству (в т.ч. менеджеру) предприятия;*
– *структура собственности и аффилированные лица.* Здесь информация, подлежащая раскрытию, может охватывать данные о крупных акционерах, менеджере (доля в капитале предприятия, сделки с активами предприятия и ее ценными бумагами, совершаемые аффилированными лицами).

Критерии достоверности отражают существование механизмов обеспечения достоверности раскрываемой информации:

– *ответственность за нераскрытие информации;*
– *ответственность за представление недостоверной информации и прочие нарушения, связанные с раскрытием*.

Критерии оперативности и доступности:

– *оперативность раскрытия информации* указывает на то, насколько быстро информация о предприятии (как в виде периодической отчетности, так и о существенных событиях и фактах) поступает на рынок;
– *доступность раскрытой информации* характеризуется совокупностью материальных и временных затрат на получение информации о предприятии.

Для детализации требований к качеству раскрытия информации проанализируем практику США, Великобритании и Германии. Поскольку, как правило, различные требования к раскрытию информации существуют для отдельных групп предприятий

---

[77] О понятии информационной асимметрии можно ознакомится в Приложении 1, а об ее влиянии на рынок ценных бумаг – в Приложении 2 к настоящей работе.

– эмитентов (крупных и мелких предприятий, резидентов и нерезидентов), а также зависят от места, где будет осуществляться торговля ценными бумагами (международная или национальная биржа, внебиржевой рынок), возьмем наиболее общий случай – листинг на международной бирже для предприятия – резидента, не имеющего никаких льгот в области раскрытия информации и регистрации эмиссий ценных бумаг.

В Приложении 8 приведены данные для следующих вариантов: **листинг на Лондонской фондовой бирже в Великобритании, основной листинг на Франкфуртской фондовой бирже в Германии, листинг на Нью-Йоркской фондовой бирже в США**.

Как видим (см. Приложение 8), листинги на ведущих фондовых площадках мира в целом предъявляют достаточно схожие требования к раскрытию информации:

Раскрытие информации осуществляется единовременно – при опубликовании проспекта эмиссии ценных бумаг; периодически – при опубликовании годовых и промежуточных отчетов предприятия; по мере возникновения – при опубликовании сообщений о существенных фактах и событиях.

В целом сходен объем информации, который подлежит опубликованию в том или ином виде: все аспекты содержания информации, необходимой для определения уровня качества ее раскрытия, присутствуют для всех трех стран.

Не конкретизируется понятие существенности информации – предприятие должно оценивать это самостоятельно. В свою очередь регулятивный орган (биржа или государственное агентство) может контролировать движение цен и сопоставлять с характером раскрытой информации, определяя возможность сокрытия предприятием важных фактов.

В целом едины требования к бухгалтерской отчетности. Она должна быть подготовлена в соответствии с требованиями UK GAAP, US GAAP или IAS. Годовая отчетность должна быть проверена аудитором.

Во всех странах кроме годового отчета необходимо подготавливать также промежуточные отчеты (полугодовые и квартальные или только полугодовые).

Также можно отметить специфический подход к раскрытию информации с позиций доступности. Как правило, предполагается, что основная масса информации должна быть доступна не всем инвесторам (или, тем более широкой публике), а только непосредственным участникам торговли. Например, в Великобритании опубликование информации осуществляет Регулятивная служба новостей, распространяющая информацию среди своих подписчиков.

Тем не менее, можно отметить ряд особенностей:

Если в Великобритании и Германии достаточно полугодовых отчетов, то в США – необходимо представлять квартальные отчеты.

В Великобритании и США раскрытие информации осуществляется через компьютерную сеть посредством различных каналов доступа (в т.ч. и Интернет). Например, в США – это система EDGAR, в Великобритании – RNS. В Германии же для раскрытия информации используются печатные органы (например, в Германской федеральной газете), хотя при этом возможно и распространение информации и в электронном виде.

Также существуют некоторые различия в объеме раскрываемой информации. Например, в Германии (основной листинг на Франкфуртской фондовой бирже) в отличие от других рассматриваемых случаев может не раскрываться информация о крупных сделках в проспекте эмиссии. Подробнее об этом можно ознакомиться в Приложении 8.

По результатам исследования можно сформировать уточненный перечень критериев для расчета балльного значения качества раскрытия информации как количественного показателя мониторинга рынка ценных бумаг (см. Таблицу 2-5). Данное значение будет впоследствии использовано при оценке рейтинга трансакционных издержек мелких акционеров.

Таблица 2-5.

Перечень критериев для расчета балльного значения качества раскрытия информации

№ п.п.	Критерий	Значение критерия	Балл
1. Критерий по типам раскрытия информации			
1.1	Раскрытие в форме проспекта эмиссии	Отсутствует Наличие проспекта эмиссии	0 1
1.2	Раскрытие в форме периодических отчетов	Отсутствует периодическая отчетность Наличие только годовых отчетов Наличие годовых и полугодовых отчетов Наличие годовых и квартальных отчетов	0 2,5 2,8 3
1.3	Раскрытие существенных событий	Отсутствует Наличие такой формы раскрытия	0 1
2. Критерии по содержанию информации			
2.1	Бухгалтерская отчетность (для существенных событий – данные о существенных изменениях в финансовом состоянии предприятия, факты, повлекшие существенные изменения в структуре баланса, счете прибылей и убытков и др.)	Бухгалтерская отчетность отсутствует Бухгалтерская отчетность, не соответствующая международным стандартам и (или) не заверена аудитором Бухгалтерская отчетность международного стандарта и заверена аудитором	0 1 2
2.2	Информация о крупных сделках и иных соглашениях предприятия	Отсутствует Наличие такой информации	0 1
2.3	Информация о размере вознаграждения, выплачиваемого менеджменту предприятия	Отсутствует Наличие такой информации	0 1
2.4	Структура собственности и аффилированные лица	Отсутствует Наличие такой информации	0 1
3. Критерии оперативности и доступности			
3.1	Оперативность раскрытия периодической информации	Годовая отчетность публикуется позднее 6 месяцев после окончания отчетного года, полугодовая отчетность – позднее 4 месяцев, квартальная – позднее 2 месяцев после окончания отчетного периода Годовая отчетность публикуется не позднее 6 месяцев после окончания отчетного года, полугодовая отчетность – не позднее 4 месяцев, квартальная – не позднее 2 месяцев после окончания отчетного периода	0 5
3.2	Оперативность раскрытия существенных событий	Раскрытие осуществляется в основном в течение срока, превышающего один день с момента возникновения события и (или) регулирующий орган не осуществляет постоянного контроля за данным раскрытием Раскрытие осуществляется в зависимости от обстоятельств в течение периода от нескольких минут, но не позднее начала следующей торговой сессии на бирже. Регулирующие органы осуществляют контроль за раскрытием через анализ движения цен и других факторов	0 7
3.3	Доступность раскрытой информации	Доступ главным образом для профессиональных участников всех форм отчетности Свободный доступ для широкого круга инвесторов только проспектов эмиссии Свободный доступ для широкого круга инвесторов проспектов эмиссии, периодической отчетности Свободный доступ для широкого круга инвесторов всех форм отчетности	0 1 3 5
4. Критерии достоверности			
4.1	Степень ответственности за нарушения, связанные с раскрытием информации	Отсутствие какой-либо ответственности Ответственность предприятия (приостановка или лишение листинга, административные санкции) Наличие персональной ответственности руководства и иных ответственных лиц, предусматривающей административное и уголовное наказание	0 5 8

Значение определяется с учетом предусмотренных форм раскрытия информации, наличия в данных формах определенных сведений, а также оперативности раскрытия, доступности раскрытой информации и предусмотренных законодательством мер ответственности за нарушения, связанные с раскрытием информации.

Для получения балльного значения качества раскрытия информации необходимо использовать следующую последовательность:

1. Определяем формы раскрытия информации, предусмотренные законодательством и используемые предприятием (проспект эмиссии, периодическая отчетность и сообщения о существенных событиях).
2. На основе анализа содержащейся в каждой из форм информации определим для каждой формы общий балл, руководствуясь пп. 2.1 – 2.4 Таблицы 2-5.
3. Затем перемножим полученные баллы по каждой из форм отчетности на весовой коэффициент формы исходя из пп. 1.1 – 1.3 Таблицы 2-5.
4. Наконец, к сумме значений, полученных в соответствии с п. 3, прибавим значения баллов по критериям пп. 3.1 – 3.3 и 4.1 Таблицы 2-5. Итоговая сумма будет являться рейтингом раскрытия информации.

Необходимо сделать ряд замечаний, касающихся расчета значения данного фактора – сигнала:

– баллы и весовые коэффициенты определены условно. При этом принималась во внимание важность той или иной формы отчетности, аспектов содержания данных форм, оперативности и доступности раскрытия информации и ответственности за надлежащее раскрытие;

– в настоящей работе периодическая отчетность анализируется только по объему содержащейся информации в годовом отчете (как наиболее важном документе периодической отчетности), хотя возможно отдельно определить баллы для годовой, полугодовой и (или) квартальной отчетности. В этом случае максимальный общий весовой коэффициент периодической отчетности можно разбить, на три значения: например, – 2,5 – для годовой отчетности, 0,3 – для полугодовой отчетности и 0,2 – для квартальной отчетности;

– свободный доступ к раскрытой информации подразумевает минимальность затрат на получение информации (например, приобретение печатного издания, оплата услуг по доступу в Интернет). Если же для получения информации необходимо осуществлять достаточно крупные затраты в виде, например, ежемесячной абонентской

платы или, тем более, для этого необходимо входить в число некоторых категорий лиц (например, быть профессиональным участникам рынка), то в данном случае не приходится говорить о свободно распространяемой информации. Кроме того, подразумевается, что если определенный тип информации доступен как широкому кругу инвесторов, так и профессиональным участникам рынка, то оперативность получения информации для обеих категорий лиц сопоставима. Если же информация для широкого круга инвесторов поступает намного позже, то либо необходимо учесть это при оценке балла оперативности информации, либо при оценке ее доступности. Иными словами, необходимо либо учитывать при определении балла, что операция общедоступна, но попадает с задержкой, либо информация доступна только отдельным категориям лиц, но при этом оперативность получения ими данной информации находится на высоком уровне;

– оценка ответственности за нарушения, связанные с раскрытием информации, производится по наиболее строгой существующей мере ответственности.

Максимально возможное значение балла, полученного по данной методике, составляет 50 единиц. Чем выше значение, тем качественнее уровень раскрытия информации.

Основываясь на приведенной методике, определим балльные значения для Великобритании, Германии и США (см. Таблицу 2-6).

Как видим, расчет значений балла показал, в целом, высокий его уровень для всех трех стран. Значение для случая листинга на Нью-йоркской фондовой бирже в США составило 47 единиц, для листинга на Лондонской фондовой бирже в Великобритании – 46 единиц и для основного листинга на Франкфуртской фондовой бирже в Германии – 45 единиц.

Это не случайно – все три перечисленные страны являются ведущими в свете выработки стандартов по раскрытию информации.

Таблица 2-6.

Расчет балльных значений качества раскрытия информации для крупнейших мировых биржевых площадок

№ п.п.	Критерий	Великобритания. Листинг на Лондонской фондовой бирже	Германия. Официальный листинг Франкфуртской фондовой биржи	США, листинг на Нью-Йоркской фондовой бирже
1.1	Раскрытие в форме проспекта эмиссии	1	1	1
1.2	Раскрытие в форме периодических отчетов	2,8	2,8	3
1.3	Раскрытие существенных событий	1	1	1
Проспект эмиссии (весовой коэффициент – 1)				
2.1	Бухгалтерская отчетность	2	2	2
2.2	Информация о крупных сделках и иных соглашениях предприятия	1	0	1
2.3	Информация о размере вознаграждения, выплачиваемого руководству предприятия	1	1	1
2.4	Структура собственности и аффилированные лица	1	1	1
Периодическая отчетность (весовой коэффициент от 2,5 до 3)				
2.1	Бухгалтерская отчетность	2	2	2
2.2	Информация о крупных сделках и иных соглашениях предприятия	1	1	1
2.3	Информация о размере вознаграждения, выплачиваемого руководству предприятия	1	1	1
2.4	Структура собственности и аффилированные лица	1	1	1
Сообщения о существенных событиях (весовой коэффициент – 1)				
2.1	Бухгалтерская отчетность	1	1	1
2.2	Информация о крупных сделках и иных соглашениях предприятия	1	1	1
2.3	Информация о размере вознаграждения, выплачиваемого менеджменту предприятия	1	1	1
2.4	Структура собственности и аффилированные лица	1	1	1
3.1	Оперативность раскрытия периодической информации	5	5	5
3.2	Оперативность раскрытия существенных событий	7	7	7
3.3	Доступность раскрытой информации	3	3	3
4.1	Степень ответственности за нарушения, связанные с раскрытием информации	8	8	8
	Итоговое значение балла	46	45	47

Факторы – сигналы защиты прав и интересов кредиторов – владельцев облигаций в законодательстве

Совокупный рейтинг трансакционных издержек кредиторов – владельцев облигаций определяется на основе факторов – сигналов защиты прав и интересов кредиторов в законодательстве и эффективности правоприменения.

Исследования по сравнению законодательной защиты прав и интересов кредиторов в ряде стран отражены в уже упоминавшейся работе ученых Рафаэля Ла Порта, Флоренсио Лопеса де Силанеса, Андрея Шлейфера, Роберта Вишны[78].

Уровень защиты прав и интересов кредиторов в стране определим на основе баллов, присваиваемых в зависимости от наличия следующих положений – критериев в законодательстве, определяющих права кредиторов:

– недопущение автоматической блокировки активов при принятии решения о реорганизации предприятия[79]. Критерию присваивается значение 1, если блокировка активов не допускается, иначе – 0;

– если согласно законодательству кредиторы с обеспечением являются самыми первыми в очереди претендентов на активы предприятия, то значение критерия равно 1, иначе – 0;

– при существовании ограничений на действия предприятия по реорганизации (необходимо уведомление или согласие кредиторов на реорганизацию) значение критерия равно 1 и 0 – в противном случае;

– если менеджмент отстраняется от руководства предприятием при процедуре банкротства и назначается специальный управляющий, то значение критерия равно 1, иначе – 0.

Суммируя значения критериев, получим балл уровня защиты прав кредиторов в законодательстве для страны. Полученные значения по 47 странам приведены в Приложении 4, а в Таблице 2-7 даны выдержки из данного Приложения.

Для определения влияния защиты прав и интересов кредиторов на уровень трансакционных издержек кредиторов – владельцев облигаций проведем регрессионный анализ. В основу проверки положим гипотезу, заключающуюся в том, что чем выше

---

[78] La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W. Law and Finance // Journal of Political Economy. – 1998. – № 106. – pp. 1113-1155.

[79] Под реорганизацией в законодательствах ряда стран о банкротстве, а также в настоящей работе понимается одна из форм осуществления банкротства наряду с ликвидацией. В российском законодательстве о банкротстве такой термин не используется. Однако реорганиза-

уровень защиты прав и интересов кредиторов, тем ниже их трансакционные издержки, и тем больше спрос на корпоративные облигации, и, следовательно, выше стоимость данных облигаций.

Таблица 2-7.

Страна	Балл уровня защиты прав и интересов кредиторов
Колумбия	0
Перу	0
Франция	0
…	…
Канада	1
США	1
Швейцария	1
…	…
Бельгия	2
Италия	2
Япония	2
…	..
Германия	3
Дания	3
ЮАР	3
…	…
Великобритания	4
Индия	4
Бельгия	4

В качестве независимых переменных будем использовать балльные значения уровня защиты прав и интересов кредиторов законодательством, уровня эффективности применения законодательства, а в качестве зависимой – отношение «Объем совокупной рыночной стоимости корпоративных облигаций, находящихся в обращении / ВВП» исследуемых стран, а точнее процентное отношение совокупной рыночной стоимости (в долларах США) облигаций предприятий – резидентов, включенных в биржевой листинг к объему валового внутреннего продукта, выраженного в долларах США по текущему валютному курсу по состоянию на конец 1998 года.

Информация по совокупной рыночной стоимости облигаций в обращении получена с сайта Интернет Международной федерации фондовых бирж[80], а по ВВП – с сайта Интернет Организации по экономическому сотрудничеству и развитию[81].

Таблица 2-8.

Функция регрессии	Значения коэффициентов	Критерий качества связи
Линейная вида $y=k_1x_1+k_2x_2+k_3$, где y – зависимая переменная – отношение «Объем совокупной рыночной стоимости корпоративных облигаций, находящихся в обращении / ВВП»; Независимые переменные x_1 – балл защиты прав и интересов кредиторов в законодательстве; x_2 – балл эффективности применения законодательства.	k_1 = 10,235755513191 k_2 = 4,0050810542554 k_3 = -50,57472506045	F = 5,1839 (модель адекватна при 2%); t_{k1} = 1,9767 (фактор значим при 6%); t_{k2} = 1,9775 (фактор значим при 6%) R^2 = 0,3655

цией можно назвать предусмотренную в российском законодательстве процедуру внешнего управления, цель которой заключается в финансовом оздоровлении предприятия – банкрота.

[80] *http://www.fibv.com*

Результаты регрессии приведены в Таблице 2-8.

Рассчитанная регрессионная двухфакторная модель (см. Таблицу 2-8) продемонстрировала прямую связь между факторами – сигналами и отношением «Совокупная рыночная стоимость корпоративных облигаций в обращении / ВВП». Значения критериев F Фишера, t Стьюдента, R^2 позволили сделать вывод об адекватности данной модели, что стало свидетельством значимости данных факторов – сигналов для оценки рейтинга трансакционных издержек кредиторов – владельцев облигаций.

Необходимо отметить, что поскольку на совокупную рыночную стоимость корпоративных облигаций, находящихся в обращении, кроме трансакционных издержек, влияют и множество других факторов, регрессионная модель, верно демонстрируя направление связи, объясняет динамику зависимой переменной на 36%.

2.1.3. Факторы – сигналы микросреды

Факторы – сигналы второй группы: доля генерального директора и концентрация собственности

Во вторую группу (см. общую информацию о группах факторов – сигналов в Таблице 2-1) вошли факторы – сигналы, свидетельствующие об уровне трансакционных издержек мелких акционеров на основе распределения собственности на акции предприятия.

Для свидетельства роли данных факторов – сигналов приведем результаты эмпирического исследования влияния доли менеджера и концентрации собственности на эффективность деятельности предприятия на примере компаний малого бизнеса США из работы Джеймса Энга, Ребела Коула и Джеймса Ву Лина[82].

При анализе авторами был использован, в частности, такой показатель деятельности предприятия как отношение годовых продаж к совокупным активам.

---

[81] *http://www.oecd.org*

Отношение годовых продаж к совокупным активам характеризует то, насколько эффективно используются активы предприятия и, соответственно, насколько эффективна деятельность менеджера. Чем выше его значение, тем эффективнее использование активов (и ниже уровень трансакционных издержек, вызванных конфликтом интересов между мелкими акционерами и менеджером). При использовании показателя целесообразно учитывать среднеотраслевое его значение.

Основываясь на данных из вышеуказанной работы, представим различные комбинации из вариантов доли менеджера в капитале предприятия и концентрации собственности в виде следующей таблицы (см. Таблицу 2-9).

В качестве группировки используем два критерия: доля в капитале максимального по размеру пакета акций предприятия, принадлежащего одному акционеру или группе его аффилированных лиц, и наличие у менеджера предприятия крупного пакета акций.

Балльные значения для каждого варианта рассчитаем по 100-балльной шкале на основе данных по коэффициентам – отношениям годовых продаж к совокупным активам, присущим различным по структуре собственности предприятиям из вышеуказанной работы Джеймса Энга, Ребела Коула и Джеймса Лина.

Сто баллов присвоим варианту, у которого значение отношения годовых продаж к совокупным активам является максимальным. Им оказался случай со 100-процентным единоличным собственником – менеджером (в этом случае конфликт интересов между мелкими акционерами и менеджером отсутствует, поскольку менеджер является единственным акционером).

Значения Таблицы 2-9 наглядно подтверждают тот факт, что **бóльшая величина трансакционных издержек характерна для предприятий, где менеджеры имеют меньшую долю в капитале и где ниже концентрация собственности**.

---

[82] Ang James S., Cole Rebel A., Lin James W. Agency Costs and Ownership Structure: Working paper / Florida State University. – Florida State University, p. 27.

Например, значение балла для предприятий, менеджером которых является агент стопроцентного собственника, составляет 89 единиц, что означает, что для данного варианта отношение годовых продаж к совокупным активам на 11% ниже, чем для предприятий, где сам единоличный собственник является менеджером.

Таблица 2-9.

Балльные значения, рассчитанные на основе отношения годовых продаж к совокупным активам для различных вариантов концентрации собственности и доли менеджера

Уровень концентрации собственности (размер пакета акций, принадлежащий самому крупному собственнику предприятия и группе его аффилированных лиц)	Менеджер – собственник	Менеджер не является собственником
100% капитала принадлежит одному лицу	100	89
От 50 до 100 % капитала принадлежит одному лицу	95	84
От 50 до 100 % капитала принадлежит группе аффилированных лиц	89	82
Отсутствует собственник или его аффилированная группа, владеющая более 50 % акций	87	73

Источник: Значения рассчитаны автором на основе данных из работы Коула Энга, Джеймса Лина и Джеймса Лина (Ang James S., Cole Rebel A., Lin James W. Agency Costs and Ownership Structure: Working paper / Florida State University. – Florida State University, p. 27).

Если же взять предприятие, в котором менеджер – чистый агент[83] и у которого отсутствует собственник, владеющий более 50 % акций, то по отношению к нему предприятие со стопроцентным собственником показывает лучшие результаты по указанному выше показателю на 27%. Это свидетельствует о том, что в ситуации с менеджером – чистым агентом стопроцентного собственника присутствует контроль со стороны собственника, что и снижает уровень трансакционных издержек.

Таким образом, концентрация собственности может являться фактом – сигналом уровня трансакционных издержек мелких акционеров.

[83] Под понятием чистого агента подразумевается отсутствие у агента какого-либо интереса в виде доли в капитале предприятия.

Факторы – сигналы третьей группы: банковский мониторинг и мониторинг со стороны прочих кредиторов

Банки и прочие кредиторы исследуют предприятие, прежде всего, с позиции кредитоспособности, контролируя тем самым его деятельность на временном периоде от предварительного обследования перед выдачей займа до полного погашения займа. При этом банки получают доступ к закрытой для публики информации (данным бухгалтерского учета, сведениям о текущих и будущих операциях по денежным счетам, об отдельных хозяйственных сделках). Разумеется, при возникновении опасений у банка относительно возвратности ссуды, он незамедлительно потребует ее досрочного погашения.

Поэтому то, что предприятие пользуется банковским кредитованием, всегда положительно оценивается инвесторами, что было, в частности, подтверждено исследованиями Джеймса и Ламмера, а также Макконнелла[84].

В процессе теоретических и эмпирических исследований зарубежными специалистами выявлены следующие закономерности, связанные с банковским мониторингом:

– как отмечено в работе Дугласа Даймонда[85], **эффективность банковского мониторинга снижается с увеличением количества банков – кредиторов предприятия,** поскольку в этом случае, во-первых, возникает так называемая «проблема безбилетника», когда банки полагаются друг на друга при осуществлении мониторинга[86]; во-вторых, как правило, в данном случае длительные отношения не устанавливаются и кредиты выдаются на короткие сроки;

---

[84] James C. Some Evidence on the Uniqueness of Bank Loans // Journal of Financial Economics. – 1987. – No. 19. – pp. 217-235 и Lummer S., McConnell J. Further Evidence on the Bank Lending Process and the Capital-Market Response to Bank Loan Agreements // Journal of Financial Economics. – 1989. – No. 25. – pp. 99-122.

[85] Diamond D. W. Financial Intermediation and Delegated Monitoring // Review of Economic Studies. – 1984. – No. 51. – pp. 393-414.

[86] Один банк может полагаться на то, что другой банк осуществил должный контроль за кредитоспособностью, а другой – что это сделал первый.

– в дополнение к предыдущему выводу также в упомянутой работе Дугласа Даймонда отмечено, что **длительные отношения предприятия с банком производят гораздо более сильный положительный сигнал при оценке привлекательности ценных бумаг предприятия**, поскольку в этом случае у предприятия имеется длительная кредитная история;

– в работе Джеймса Энга, Ребела Коула, Джеймса Ву Лина[87] также отмечено, что **склонность банка к мониторингу увеличивается с ростом финансового рычага предприятия** (то есть отношения долга к собственному капиталу), поскольку с ростом данного показателя увеличивается вероятность возникновения неплатежеспособности.

Значительную роль в контроле за деятельностью предприятий и их менеджмента играют банки в Германии, что достигается не только посредством кредитования, но и благодаря владению акциями крупных предприятий, а также голосованию депонированными акциями в интересах владельцев по доверенности. Кроме того, банки занимают доминирующие позиции в советах директоров акционерных обществ, а также являются основными кредиторами и андеррайтерами при выпуске предприятиями ценных бумаг[88]. Аналогичную роль играют банки и в Японии.

Эффект банковского мониторинга можно распространить и на других крупных кредиторов предприятия (прежде всего, крупных владельцев облигаций и коммерческих бумаг), которые осуществляют контроль за деятельностью предприятия с позиций перспективы погашения кредитных обязательств. Однако при этом механизм взаимоотношений между предприятием и кредиторами иной[89], что приводит к возникновению иных закономерностей, нежели при банковском кредитовании.

---

[87] Ang James S., Cole Rebel A., Lin James W. Agency Costs and Ownership Structure: Working paper / Florida State University. – Florida State University, p. 11.

[88] Edwards J., Nibler M. Corporate Governance in Germany: The Influence of Banks and Large Equity-Holders: Working paper / University of Cambridge. – Cambridge: University of Cambridge, 1999, pp. 1-2.

[89] Например, в работе Стивена Денниса и Дональда Муллино (Dennis S.A., Mullineaux D.J. Syndicated Loans: Working paper / California State University at Fullerton. – Fullerton: California State University at Fullerton, 1998) отмечены следующие отличия банковского кредитования

При исследовании роли кредитора – небанка как контролирующего субъекта, способствующего снижению трансакционных издержек мелких акционеров, необходимо принять следующее.

Кредиторы такого рода осуществляют оценку предприятия в основном в момент заключении кредитных соглашений (например, при размещении облигаций). Следовательно, при каждом новом заключении кредитного соглашения (выпуске облигаций) предприятие подвергается пристальному вниманию потенциальных инвесторов – кредиторов. Таким образом, в отличие от банковского кредитования, в данном случае наблюдается такая закономерность: чем меньше срок обращения долга и выше периодичность заключения новых кредитных соглашений, тем сильнее мониторинг со стороны кредиторов[90].

Таблица 2-10.

Факторы – сигналы, используемые для расчета влияния банковского мониторинга и мониторинга прочих кредиторов на уровень трансакционных издержек мелких акционеров

№ п.п.	Критерий	Ожидаемое влияние
1	Доля долговых обязательств к общей сумме пассивов	Чем выше доля, тем ниже издержки
2	Продолжительность использования предприятием кредитования	Более долгие отношения с кредиторами способствуют снижению трансакционных издержек
3	Отношение объема долгосрочных (свыше года) банковских ссуд к краткосрочным	Чем выше доля долгосрочного банковского долга, тем ниже трансакционные издержки
4	Отношение объема выпущенных долгосрочных (свыше года) долговых ценных бумаг к краткосрочным	Чем ниже доля долгосрочного долга, тем ниже трансакционные издержки

Обобщая сказанное выше, можно выделить следующие параметры (факторы – сигналы) для расчета рейтингового значения влияния мониторинга со стороны кредиторов на общий уровень трансакционных издержек мелких акционеров (см. Таблицу 2-10).

от кредитования посредством инструментов фондового рынка: (1) возможность расторжения кредитного договора со стороны банка в любой момент (например, при ухудшении финансового положения); (2) большая степень контроля со стороны банка за направлением использования ссуды; (3) условия кредитного договора могут быть пересмотрены в любой момент его действия (по крайней мере, это возможно).

[90] Datta S., Iskandar-Datta M., Patel A. Some Evidence on the Uniqueness of Initial Public Debt Offering: Working paper / Bentley College. – Bentley College, 1998.

Характер связи факторов – сигналов, указанных в Таблице 2-10, с уровнем трансакционных издержек мелких акционеров является гипотезой и требует проверки применительно к российским предприятиям.

2.2. Оценка трансакционных издержек в различных моделях организации финансовых рынков

2.2.1. Модели организации финансовых рынков

Выше на основе статистических данных по странам был проанализирован ряд факторов – сигналов макросреды, свидетельствующих об уровне трансакционных издержек инвесторов. К таким факторам – сигналам мы отнесли защиту прав и интересов мелких акционеров и кредиторов законодательством, эффективность правоприменения. Была также выявлена связь данных факторов – сигналов с развитием рынка ценных бумаг: чем выше уровень защиты прав мелких акционеров и кредиторов и чем эффективнее данная защита, тем лучше развит фондовый рынок страны.

Тем не менее, все страны характеризуются различным уровнем защиты прав акционеров и кредиторов и, следовательно, различным уровнем развития рынка ценных бумаг. Отсюда возникает вопрос: почему страны с низким уровнем развития рынка ценных бумаг не стремятся к совершенствованию практики защиты инвесторов?

Нами были также отмечены такие факторы – сигналы микросреды как концентрация собственности и мониторинг банков и прочих кредиторов.

В связи с этим можно поставить дополнительный вопрос – **как сочетается действие всех перечисленных факторов – сигналов для отдельных стран: все они действуют на одинаковом уровне или слабое действие одного фактора – сигнала компенсируется более сильным действием других?**

Ответить на данные вопросы нам поможет анализ моделей организации финансовых рынков.

В мировой хозяйственной системе сформировалось две такие модели – англо-американская и германская. Причем данные модели различаются не только в типах финансовых институтов, финансовых инструментах, но и в различных подходах к структуре и концентрации собственности и развитии рынка ценных бумаг[91].

Остановимся вкратце на особенностях каждой модели.

Англо-американская модель свойственна, прежде всего, США и Великобритании. К отличительным особенностям данной системы можно отнести:

– множество предприятий, чьи акции имеют котировки на бирже;

– частая смена прав собственности на акции обуславливает высокую ликвидность рынка ценных бумаг;

– собственность распылена среди множества владельцев (главным образом, институциональных инвесторов и физических лиц);

– высокая роль рынка ценных бумаг в привлечении денежных ресурсов для предприятий как путем выпуска акций, так и облигаций.

В условиях англо-американской модели предприятие находится в руках мелких инвесторов, для которых владение акциями в основном носит спекулятивный характер, либо нацелено на долгосрочное получение определенного дохода (в виде повышения курсовой стоимости и дивидендных платежей). Для таких инвесторов возможность управления предприятием имеет второстепенное значение. Менеджер стремится получить максимум возможных частных выгод от контроля над предприятием. При этом ввиду слабой заинтересованности собственников – акционеров в управлении предприятием, данная возможность практически не ограничена.

С другой стороны, рынок ценных бумаг, развитый в англо-американской модели, с его необходимостью раскрытия информации, а также заинтересованностью менеджера предприятия в рынке ценных бумаг (по причине использования его для привле

[91] См. Миркин Я.М. Как структура собственности определяет фондовый рынок? // Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 1. – С. 13-15.

чения денежных ресурсов) являются факторами, сдерживающими менеджера от действий в собственных интересах.

В условиях данной модели важнейшую часть заемных средств нефинансовые предприятия получают с помощью размещения облигаций. Такой путь предполагает мощную систему финансовых посредников (частные страховые компании, частные пенсионные фонды, сберегательные банки и т.д.), которые предъявляют массированный спрос на долгосрочные корпоративные обязательства. В США на размещение облигаций приходилось почти 60% всех заемных ресурсов, привлекающихся нефинансовыми корпорациями на протяжении 1970-1994гг. В Канаде эта доля превосходит одну треть[92].

Германская модель характерна для экономик континентальной Европы и Японии. Германская модель характеризуется:

– небольшим числом предприятий, акции которых торгуются на бирже,

– небольшим объемом операций, слабой ликвидностью фондового рынка;

– собственностью, сконцентрированной в руках корпораций, институтов, отдельных лиц или семейств, государства;

– слабым использованием рынка ценных бумаг для привлечения денежных ресурсов – его заменяет банковское кредитование.

Акционерный капитал предприятий в Италии и Франции сконцентрирован в руках крупных собственников – богатых семейств, стоящих одновременно во главе руководства. В Германии в конце 1980-х гг. около 90% предприятий из 200 крупнейших имели по крайней мене одного собственника, владеющего не менее 25% акций. В это же время в Великобритании две трети предприятий из 200 крупнейших не имели ни одного акционера с пакетом более 10%[93].

---

[92] Энтов Р., Радыгин А., Мау В. и др. Развитие российского финансового рынка и новые инструменты привлечения инвестиций. – М.:ИЭПП АНХ РАН, 1998, С. 3

[93] Franks, J.R., Mayer C. Corporate Control: A Synthesis of the International Evidence: Working Paper / London Business School. – London: LBS, 1992.

Повторимся: для крупных владельцев первостепенную важность имеет контроль над предприятием. В силу своего положения владельцы крупных пакетов обладают возможностью получения закрытой информации о предприятии, поэтому им легче контролировать деятельность исполнительного руководства без наличия процедур публичного раскрытия информации.

В странах с германской моделью финансовой системы основная часть заемных средств приходится на банковские ссуды. Так, в Японии банковские ссуды составляли свыше ¾ всех заемных средств, привлекавшихся нефинансовыми корпорациями в период 1970-1994 гг. В Германии эта доля превышала половину[94].

Таблица 2-11.

Доля банковских ссуд в общей рыночной задолженности

Страна	Доля банковских ссуд в общей рыночной задолженности (в %)*
Япония	57
Германия	48
Италия	42
Великобритания	32**
США	22

*данные за 1992 г.
** 1990 г.

Источник: Энтов Р., Радыгин А., Мау В. и др. Развитие российского финансового рынка и новые инструменты привлечения инвестиций. – М.:ИЭПП АНХ РАН, 1998, С.4

Приведенные в Таблице 2-11 данные могут свидетельствовать о том, что в Японии, Германии и Италии банки занимают центральное место в прямом кредитовании нефинансовых корпораций. Напротив, в США, Канаде и Великобритании предприятия в большей степени опираются на рынок облигаций.

Таблица 2-12 демонстрирует структуру собственности в ряде развитых стран, имеющих различные модели организации финансовых рынков. Исходя, например, из доли определенных типов собственников можно сделать предположение об уровне концентрации собственности, характерной для определенной страны. Например, портфельными (мелкими) инвесторами, как правило, являются домашние хозяйства, пенсионные, инвестиционные фонды, страховые компании. Более высокая доля таких

[94] Энтов Р., Радыгин А., Мау В. и др. Развитие российского финансового рынка и новые инструменты привлечения инвестиций. – М.:ИЭПП АНХ РАН, 1998, С. 4.

категорий инвесторов характерна для США (совокупная их доля – 80,7%), Великобритании (79,7%), а наименьшая – для Франции (23,3%), Германии (34,6%), Италии (37,1%).

Таблица 2-12.

Структура собственности в развитых странах (в %% от общего числа)*

Категория собственника	Германия	Франция	Италия**	Велико-британия	США	Япония
	1995	1995	1993	1995	1995	1995
Институциональные инвесторы, в т.ч.	30,3	7,9	11,9	52,4	44,5	35,8
Банки	10,3	4,0	10,4	2,3	0,2	13,3
Пенсионные фонды, страховые компании	20,0	3,9	1,5	50,1	44,3	22,5
Домашние хозяйства	14,6	19,4	35,6	29,6	36,4	22,2
Частные предприятия	50,8	69,3	24,2	17,8	19,1	41,5
Государственные органы	4,3	3,4	28,3	0,2	–	0,5

* данные по состоянию на конец соответствующего года

** Данные по Италии из работы Corporate Governance in Europe. Working Report № 12 of a CEPS Working Party /Centre for European Policy Studies. – Brussels: CEPS, 1995, p. 14

Источник: Миркин Я.М. Как структура собственности определяет фондовый рынок? // Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 1. – С. 13-15.

В работе Европейского центра политических исследований[95] отмечено, что **в настоящее время наблюдается стирание границ между двумя данными моделями.** Причинами тому являются либерализация финансовых рынков и приватизация, а также процессы экономической и финансовой интеграции и диверсификации, постепенно «размывающие» прежние национальные особенности организации финансовых рынков и усиливающие роль институциональных инвесторов.

Например, в мировой практике сформировалась некая базовая пропорция финансовой структуры – соотношение между привлеченными и собственными средствами предприятия. В тех странах, где «финансовый рычаг» – доля заемных средств в общих пассивах предприятия – был сравнительно высок (например, во Франции, Италии), в последние десятилетия отношение валовой задолженности к совокупным активам заметно уменьшилось. Напротив, в США, где «рычаг» был меньше, это отношение к середине 90-х годов увеличилось более, чем наполовину. В результате отношение валовой задолженности к совокупным активам во многих развитых странах

(США, Великобритания, Франция, Германия) выровнялось: к середине 90-х годов – оно колебалось вокруг 0,5–0,6[96].

Так, во Франции и в Австрии, где доля собственного капитала в 1984 г. был наименьшей, в последующие годы она увеличивалась гораздо быстрей, чем в остальных странах (во Франции доля собственных средств за 10 лет увеличилась в 2,3 раза). К этой группе стран примыкает и Япония[97].

С другой стороны, в США и Великобритании, где к началу рассматриваемого периода собственные средства играли особенно большую роль, к середине 90-х годов их доля снизилась, вплотную приблизившись к средним характеристикам. В Японии отношение задолженности к собственному капиталу, оцениваемое в рыночных ценах, вплоть до начала 90-х годов более или менее неуклонно снижалось.

Интенсивное использование заемных средств американскими и английскими промышленными предприятиями на протяжении последней четверти века сопровождалось постепенным выкупом корпорациями части своих акций: в США с 1970 г. по 1994 г. сокращение акционерного капитала составило 7,6%, а в Великобритании – 4,6% от общей стоимости инвестиций в реальном секторе экономики[98].

С другой стороны, японские и французские предприятия прибегали в этот период к довольно интенсивной эмиссии новых акций.

Вместе с тем, даже в таких странах как Япония, где вплоть до недавнего времени рынок частных долгосрочных бумаг не получил развития, на протяжении последних лет быстро расширяется эмиссия корпоративных облигаций. Однако на них приходится хоть и возросшая, но пока еще сравнительно небольшая доля заемного капитала.

---

[95] Corporate Governance in Europe. Working Report № 12 of a CEPS Working Party / Centre for European Policy Studies. – Brussels: CEPS, 1995, p. 5.
[96] Энтов Р., Радыгин А., Мау В. и др. Развитие российского финансового рынка и новые инструменты привлечения инвестиций. – М.:ИЭПП АНХ РАН, 1998, С. 4.
[97] Там же.
[98] Там же, С. 4-5.

2.2.2. Решение проблемы трансакционных издержек в странах с различными моделями организации финансовых рынков

Рассмотрев различные модели функционирования финансовой системы, можно применительно к предмету нашей работы сделать следующий вывод: **в условиях функционирования той или иной модели организации финансовых рынков существуют механизмы по снижению или ограничению трансакционных издержек инвесторов.**

Слабая роль рынка ценных бумаг и более слабая законодательная защита прав акционеров в германской модели компенсируется высокой концентрацией собственности и значительной ролью банков – кредиторов в мониторинге предприятий.

Таблица 2-13.

Страна	Среднее значение доли в УК предприятия 3 крупнейших акционеров (данные по 10 крупнейшим предприятиям страны), %*	Доля банковских ссуд в общей рыночной задолженности, %**	Рейтинговое значение защиты прав акционеров / кредиторов***	Отношение капитализации рынка ценных бумаг к ВВП, %***	ВНП на душу населения в 1994 году, долларов США*
Англо-американская модель					
Великобритания	19	32	5 / 4	175	18 060
США	20	22	5 / 1	140	24 740
Германская модель					
Германия	48	48	1 / 3	89	23 560
Италия	58	42	1 / 2	34	19 840

* La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W. Law and Finance // Journal of Political Economy. – 1998. – № 106. – pp. 1113-1155.
** См. Таблицу 2-11.
*** См. Приложение 7.

Англо-американская модель, наоборот, характеризуется низкой концентрацией собственности и слабой ролью кредиторов в мониторинге предприятий, что, тем не менее, компенсируется более высоким уровнем защиты прав акционеров в законодательстве и развитостью рынка ценных бумаг.

Приведенные в Таблице 2-13 данные наглядно свидетельствуют об этом.

Кроме того, можно сделать предположение, что **страны, находящиеся на одном уровне экономического развития, но имеющие разные модели организации финансовых рынков, в целом характеризуются одинаковым уровнем трансакцион**

ных издержек инвесторов. Например, США и Германия различаются концентрацией собственности, уровнем банковского кредитования, уровнем защиты прав акционеров и кредиторов в законодательстве, развитием рынка ценных бумаг, но при этом в 1994 году обе страны имели сходное значение показателя ВНП на душу населения – около 24 000 долл. США (см. Таблицу 2-13).

Дополнительным (к показателю капитализации рынка корпоративных ценных бумаг) свидетельством приоритетности одного из двух факторов: рынка ценных бумаг или концентрации собственности в деле снижения трансакционных издержек мелких акционеров является ценность права голоса или премия за голос акционера, которую можно определить как процентное отношение разницы между ценой обыкновенной акции и привилегированной акции одинакового номинала к цене обыкновенной акции.

В странах с германской моделью особая роль в снижении трансакционных издержек мелких акционеров принадлежит концентрированной собственности, что повышает важность голоса и приводит к относительному удорожанию обыкновенных акций по сравнению с привилегированными на размер премии за голос.

Кроме того, в соответствии с исследованиями рынков США, Швеции, Франции премия за голос обусловлена спросом на обыкновенные акции при борьбе за контроль (например, при попытках поглощения), а также возможностью извлечения частных выгод от контроля: например, повышенной зарплаты, более привилегированного отношения со стороны эмитента к поставщикам или клиентам – владельцам его голосующих акций и т.д.[99] Размер данной премии по странам не одинаков, что демонстрирует Диаграмма 2-1.

Как показывает диаграмма, в странах, в которых организация финансовых рынков тяготеет к германской модели (Франция, Германия, Италия) существует более

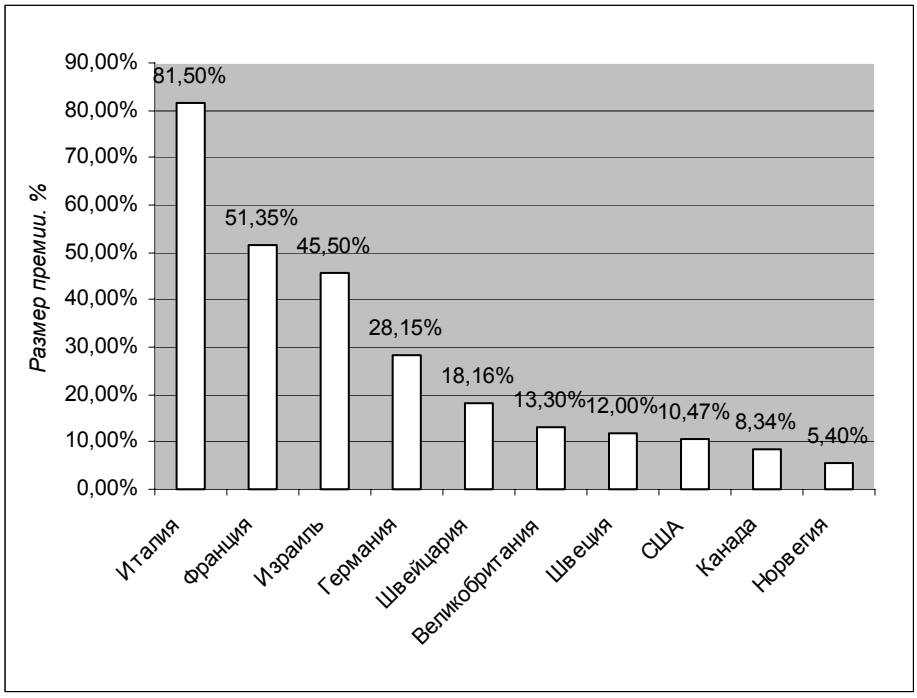
[99] Muus Christian K. Non-voting shares in France: An empirical analysis of the voting premium: Working paper / Johann Wolfgang Goethe University. – Frankfurt: Johann Wolfgang Goethe University, 1998, p. 6.

высокий уровень премии (28,15 – 81,50%%) за голос, чем в США и Великобритания (10,47 – 13,30%%).

Важность неголосующих акций также зависит от наличия альтернативных методов защиты от потери контроля: возможности предоставления двух голосов на одну обыкновенную акцию; возможности установления максимального количества голосов, предоставляемых одному акционеру[100].

Диаграмма 2-1.

Размер премии за право голоса в различных странах



Источник: Muus Christian K. Non-voting shares in France: An empirical analysis of the voting premium: Working paper / Johann Wolfgang Goethe University. – Frankfurt: Johann Wolfgang Goethe University, 1998.

При наличии англо-американской модели важность голоса намного менее значима и премия за голос ниже в силу того, что

– отсутствует (либо существует в меньших масштабах) борьба за контроль над предприятиями;
– низкая концентрация собственности, предполагает большое число мелких акционеров без наличия крупных владельцев, что ограничивает спрос на право голоса;

– существует иной механизм, ограничивающий трансакционные издержки, нежели концентрированная собственность – например, развитый рынок ценных бумаг, законодательная защита прав акционеров.

Подтверждением компенсации недостаточной роли одного фактора повышенной ролью другого может также служить следующий статистический анализ.

Исходные данные для анализа приведены в Приложении 7. Данные по переменной – показателю концентрации собственности для 45 стран получены из работы Р. Ла Порта, Флоренсио Лопеса Де Силанеса, А. Шлейфера и Р. Вишны[101]. Показатель концентрации собственности для каждой страны представляет собой среднее значение совокупной доли трех крупнейших владельцев в капиталах десяти крупнейших нефинансовых негосударственных местных предприятий. (Предприятие считается негосударственным, если среди его акционеров отсутствует какая-либо государственная структура). Для стран: Египет, Индия, Зимбабве, Нигерия, Филиппины – среднее значение было получено только по пяти таким предприятиям.

Показатель концентрации собственности для 45 стран варьируется от 18% до 67%. Наиболее высокое значение показателя отмечено в Шри-Ланке (60%), Египте (62%), Колумбии (63%), Мексике (64%), Греции (67%), а самая низкая концентрация – в Тайване (18%), Японии (18%), Великобритании (19%), США (20%), Южной Корее (23%). В Германии показатель концентрации собственности составляет 48%.

В качестве независимых переменных были использованы упоминавшиеся выше балльные значения уровня защиты прав акционеров в законодательстве и эффективности правоприменения, а зависимой – данный показатель концентрации собственности.

Необходимо отметить, что возможно различное направление связи уровня концентрации собственности с уровнями защиты прав акционеров и эффективности правоприменения. С одной стороны, как отмечается в работе Р. Ла Порта, Флоренсио Ло

---

[100] Там же, p. 26.

песа Де Силанеса, А. Шлейфера и Р. Вишны[102] развитие защиты прав и интересов инвесторов часто была следствием противоборства государства и представителей капитала, где не всегда именно собственники были инициаторами установления определенных норм защиты прав. С другой стороны, как отмечено в работе Я.М. Миркина[103], структура собственности определяет структуру финансовых рынков и, следовательно, развитие рынка ценных бумаг и уровень законодательной защиты инвесторов. На наш взгляд, здесь существует взаимное влияние факторов. С одной стороны структура собственности формирует «под себя» законодательство, а с другой – инициативы государства по изменению законодательства могут быть направлены на изменение структуры собственности.

Итак, мы получили регрессионную модель, данные по которой отражены в Таблице 2-14.

Таблица 2-14.

Регрессионная модель	Значения коэффициентов	Критерии качества связи
Линейная: $y = k_1 x_1 + k_2 x_2 + k_3$ Независимая: x_1 – балльное значение уровня защиты прав и интересов акционеров в законодательстве; x_2 -- балльное значение эффективности правоприменения; Зависимая: y – показатель концентрации собственности	k_1= -0,0298159086282 k_2= -0,0176310057551 k_3= 0,75547173982303	F = 9,6199 (модель адекватна при 1%); t_{k1} = -2,538 (фактор значим при 2%); t_{k2} = 3,4411 (фактор значим при 1%) R^2= 0,31417

Произведенные расчеты по критериям качества связи выявили адекватность модели. Отрицательные значения коэффициентов k_1 и k_2 свидетельствуют о наличии обратной зависимости между уровнем концентрации собственности и двумя показателями уровня защиты прав акционеров и эффективности правоприменения.

---

[101] La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W. Law and Finance // Journal of Political Economy. – 1998, № 106 – pp. 1113-1155.

[102] La Porta, R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W. Investor Protection: Origins, Consequences, Reform. Working paper. – Cambridge: NBER, 1999, p. 11.

[103] Миркин Я.М. Как структура собственности определяет фондовый рынок? // Рынок ценных бумаг. – 2000. –№1. – С. 13-15.

Объяснением результатов статистического анализа может служить то, что **высокий уровень концентрации собственности является своего рода альтернативным рынку ценных бумаг и законодательной защите прав и интересов акционеров механизмом контроля за деятельностью менеджера предприятий.**

Причем данный механизм также обеспечивает альтернативными рынку ценных бумаг и источниками привлечения денежных ресурсов. Например, при концентрации собственности в руках холдингов или банков возникает возможность внутреннего (в пределах холдинга и связки «банк – предприятие») кредитования. Среди инструментов ценных бумаг предпочтение в этом случае отдается размещениям (преимущественно закрытым) облигаций или привилегированных акций.

* * *

В настоящей главе не были полностью проанализированы факторы – сигналы, необходимые для рейтинговой оценки трансакционных издержек инвесторов. По отдельным факторам – сигналам (уровень защиты прав и интересов мелких акционеров и кредиторов в законодательстве, эффективность правоприменения, уровень качества раскрытия информации) был произведен достаточно глубокий анализ, по другим же (концентрация собственности, акции у менеджера, контролирующая роль банков и прочих кредиторов) были выдвинуты лишь предварительные выводы.

Мы не стали приводить более подробные – количественные – итоги различных исследований по влиянию факторов – сигналов на рейтинги трансакционных издержек мелких акционеров и кредиторов, поскольку:

во-первых, такие исследования проводятся с разных позиций и их итоги трудно сопоставить между собой. Кроме того, по ряду направлений (главным образом, в части анализа между странами) исследований крайне мало. Неоднократно упоминавшаяся работа ученых Ла-Порта, Лопеса-де-Силанеса, Шлейфера и Вишны[104] оказалась

[104] La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W. Law and Finance // Journal of Political Economy. – 1998, № 106 – pp. 1113-1155.

единственной, в которой есть статистические данные по странам в части норм по защите прав акционеров и кредиторов;

во-вторых, количественные итоги зарубежных исследований, которые базируются на данных конкретной страны или ее отрасли, пожалуй, будут малополезны для применения в российской практике в силу многочисленных различий (главным образом, экономического, политического характера).

Таким образом, там, где мы не проводили сравнений между странами, был сделан упор лишь на качественный характер взаимосвязей. В следующей же главе будет осуществлена проверка факторов – сигналов на основе российских данных, а также произведена разработка методики расчета рейтингов трансакционных издержек мелких акционеров и кредиторов – владельцев облигаций и определен порядок использования результатов оценки трансакционных издержек при выработке российскими предприятиями решений по эмиссии ценных бумаг.

Глава 3. Трансакционные издержки инвесторов в российской практике эмиссий корпоративных ценных бумаг

Целью настоящей главы является решение следующих проблем:

- определение значимости отмеченных в предыдущей главе факторов – сигналов для оценки рейтингов трансакционных издержек мелких акционеров и кредиторов – владельцев облигаций;
- установление веса каждого фактора – сигнала при расчете рейтингов и установление шкалы значений для методики оценки рейтингов трансакционных издержек;
- определение порядка использования результатов оценки трансакционных издержек при выработке российскими предприятиями решений по эмиссии ценных бумаг;
- оценка трансакционных издержек инвесторов, возникающих в российской практике, и их влияние на эмиссию ценных бумаг.

3.1. Оценка факторов – сигналов трансакционных издержек инвесторов российских предприятий

3.1.1. Оценка факторов – сигналов макросреды

В современной России достаточно недавно стали появляться и развиваться те институты, которым мы будем давать оценку. Акционерные общества и рынок ценных бумаг возникли в нашей стране лишь чуть более десяти лет назад. Это накладывает определенный отпечаток на наше исследование: некоторые аспекты функциони

рования рынка корпоративных ценных бумаг невозможно проанализировать ввиду отсутствия тех механизмов, которые широко распространены в развитых странах.

Защита прав и интересов мелких акционеров и кредиторов – владельцев облигаций в законодательстве

Для начала проанализируем то, каков уровень зашиты прав инвесторов обеспечивается современным российским законодательством, регулирующим акционерные общества и рынок ценных бумаг. Для этого применим те же критерии, которые были использованы при расчете балльных значений уровня защиты прав акционеров и кредиторов во второй главе. Результаты можно представить в виде следующих двух таблиц (Таблицы 3-1 и 3-2).

Таблица 3-1.

Расчет уровня защиты прав мелких акционеров в России

Критерий	Значение критерия	Комментарий
Один голос – одна акция	1	Согласно ст. 31 Закона об акционерных обществах, каждая обыкновенная акция предоставляет его владельцу один и только один голос. Таким образом, закон запрещает устанавливать иное соотношение голосов для обыкновенных акций
Доверенность по почте	1	Законом об акционерных обществах (ст. 57) предусмотрено голосование по доверенности. Отправление доверенности по почте не запрещено.
Акции не блокируются	1	Законодательством предусматривается установление советом директоров конкретной даты, на которую согласно реестру акционеров определяется список акционеров и количество акций, принадлежащих каждому акционеру при голосовании. После этой даты акционер может без ограничений реализовать акции, при этом, однако, за ним остается право участие на данном общем собрании акционеров.
Кумулятивное голосование	1	Закон об акционерных обществах (ст. 66) предусматривает использование кумулятивного голосования при избрании членов совета директоров акционерного общества. При этом если число акционеров превышает 1000, то эта возможность становится необходимостью. Кроме того, устав может предусматривать кумулятивное голосование и, например, при избрании состава ревизионной комиссии.
Требование выкупа акций	1	Российским законодательством предусмотрено осуществление акционером права продать акции обществу, если на собрании акционеров были приняты важные решения, непосредственно затрагивающие права акционера и акционер голосовал против данных решений.
Преимущественное право	1	Возможность реализации преимущественного права акционеров по приобретению дополнительного выпуска акций определяется уставом.
%% для внеочередного собрания	0,1 (значение балла – 1)	Для инициирования созыва внеочередного общего собрания акционеров акционер или группа акционеров должны в совокупности владеть не менее 10% голосующих акций.
Итоговое рейтинговое значение	**7**	

Таблица 3-2.

Расчет уровня защиты прав кредиторов в России

Критерий	Значение критерия	Комментарий
Автоматическая блокировка активов при реорганизации[105] не допускается	0	Согласно ст. 69 Закона о несостоятельности (банкротстве) при введении внешнего управления на предприятии все платежи по удовлетворению требований кредиторов, осуществление мер по удовлетворению данных требований, действующие аресты имущества приостанавливаются.
Кредиторы с обеспечением самые первые в очереди на активы предприятия	0	Согласно Гражданскому кодексу РФ (ст. 64) при ликвидации предприятия требования кредиторов по обязательствам, обеспеченным залогом имущества, следуют за требованиями граждан, перед которыми ликвидируемое предприятие несет ответственность за причинение вреда жизни или здоровью, и расчетами по выплате выходных пособий и оплате труда
Процедура реорганизации налагает ограничения на подачу документов на реорганизацию (например, необходимо уведомление или согласие кредиторов)	1	Согласно ст. 65 Закона о несостоятельности (банкротстве) решение о введении процедур банкротства (внешнего управления, конкурсного производства) находится в компетенции собрания кредиторов.
Менеджмент отстраняется от руководства предприятием при процедуре реорганизации	1	Согласно статьям 65, 98 Закона о несостоятельности (банкротстве) при инициировании процедур банкротства менеджмент отстраняется от руководства предприятием.
Итоговое балльное значение	**2**	

Как видим, в России предусмотрен почти весь спектр основных мер, направленных на защиту прав акционеров, что позволило присвоить России высшее рейтинговое значение в 7 баллов. Почему же при этом мы не наблюдаем эффективную защиту акционеров на практике и почему отечественный рынок ценных бумаг по-прежнему находится среди наименее развитых в мире?

Дело в том, что, как было отмечено во второй главе, более важным фактором развития фондового рынка является уровень эффективности применения законодательства. Напомним, что эффективность применения законодательства определялась как сумма трех показателей политического риска страны – одного из рисков, используемых при расчете рейтинга ICRG (Composite International Country Risk Guide) компании PRS Group.

Значение эффективности применения законодательства для России, рассчитанное таким образом по состоянию на июнь 1999 года составляло всего 5 баллов[106], что

[105] Как указывалось ранее, под реорганизацией в законодательствах ряда стран о банкротстве, а также в настоящей работе понимается одна из форм банкротства наряду с ликвидацией. В российском законодательстве о банкротстве такой термин не используется. Однако реорганизацией можно назвать предусмотренную в российском законодательстве процедуру внешнего управления, цель которой заключается в финансовом оздоровлении предприятия – банкрота.

[106] Данные с сайта компании PRS Group *(http://www.prsgroup.com)*.

является одним из самых худших показателей среди стран, по которым компания PRS Group определяет рейтинг. (Худшее значение данного показателя только для следующих стран: Гаити – 4, Гвинея-Бисау – 4, Нигерия – 4, Судан – 4, Ирак – 3, Либерия – 3, Нигер – 3, Сомали – 3, Конго – 2.

Если на основе параметров регрессионной модели связи между балльными значениями уровня защиты прав акционеров и эффективности применения законодательства и уровнем развития рынка акций (см. Таблицу 2-4) определить прогнозное значение «Отношение капитализации рынка акции / ВВП» для России, то мы получим значение 36,64% (6,95 х 7 + 9,09 х 5 – 57,46). Реальное значение данного показателя по информации Мирового банка на конец 1998 года составляло лишь 7,4%[107]. Однако к концу 2000 гг. значение показателя увеличилось до 33%[108] и приблизилось к прогнозному значению.

На основе параметров регрессионной модели зависимости развития рынка корпоративных облигаций от балльных значений уровня защиты прав кредиторов и эффективности применения законодательства можно также рассчитать для России и прогнозное значение коэффициента «Отношение совокупной рыночной стоимости корпоративных облигаций, находящихся в обращении / ВВП». Оно получилось отрицательным – -10,04 % (10,24 х 2 + 4,01 х 5 – 50,57), то есть рынок прогнозируется как отсутствующий. В данном случае прогнозное значение оказалось ниже реального уровня показателя. В начале 2000 года отношение рыночной стоимости корпоративных облигаций, находящихся в обращении, к ВВП составило около 0,64 %[109].

---

[107] Данные получены с сайта Мирового банка в Интернете *(http://www.worldbank.com)*.

[108] Расчет был произведен автором на основе данных Госкомстата России (сайт в Интернете: *http://www.gks.ru*) по объему ВВП в 1999 году (3 119,2 млрд. рублей) и данных по капитализации акций, торгующихся в РТС, ММВБ, МФБ на конец 2000 года (около 37 млрд. долл. США или 1 036 млрд. рублей).

[109] Расчет был произведен на основе данных Госкомстата России по объему ВВП в 1999 году и приблизительной оценки совокупной рыночной стоимости корпоративных облигаций, находящихся в обращении в начале 2000 года (около 20 млрд. рублей) по информации А. Абрамова (Корпоративные облигации – инструмент финансирования реальной экономики // Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 12. – С. 18-22).

Качество раскрытия информации

Другой аспект, который необходимо затронуть – это качественный уровень раскрытия информации.

В России предусмотрено три режима раскрытия информации для предприятий.

Первый режим (наименее строгий) – для предприятий, осуществляющих выпуск ценных бумаг путем закрытой подписки среди не более чем 500 лиц и на сумму не более 50 000 минимальных размеров оплаты труда (с начала 2001 года – 5 млн. рублей) – предполагает представление сокращенного объема данных в регистрирующий орган при регистрации выпуска ценных бумаг и отчета об итогах выпуска. Раскрытия информации в виде периодической отчетности не требуется.

Второй режим – для предприятий, осуществляющих выпуск ценных бумаг путем закрытой подписки, но среди более 500 лиц или на сумму свыше 50 000 минимальных размеров оплаты труда. В этом случае предприятие должно осуществлять регистрацию проспекта эмиссии, а также публикацию ежеквартальных отчетов в сокращенной форме и сообщений о существенных событиях.

Третий режим (наиболее строгий) – для предприятий, осуществляющих эмиссию ценных бумаг путем открытого размещения. Для таких предприятий требования аналогичны второму режиму, но ежеквартальная отчетность должна публиковаться в более полной форме.

Расчет балльного значения качества раскрытия информации для упомянутых трех случаев приведен в следующей таблице (см. Таблицу 3-3).

Здесь необходимо дать некоторые комментарии по присвоенным значениям в Таблице 3-3.

Таблица 3-3.

Расчет балльных значений раскрытия информации для трех форм раскрытия информации предприятиями в России

№ п.п.	Критерий	Первый режим (закрытая подписка)	Второй режим (закрытая подписка на сумму более 50 000 МРОТ или среди более 500 лиц)	Третий режим (открытое размещение)
1.1	Раскрытие в форме проспекта эмиссии	0	1	1
1.2	Раскрытие в форме периодических отчетов	0	3	3
1.3	Раскрытие существенных событий	0	1	1
Проспект эмиссии (весовой коэффициент – 1)				
2.1	Бухгалтерская отчетность	0	1	1
2.2	Информация о крупных сделках и иных соглашениях предприятия	0	1	1
2.3	Информация о размере вознаграждения, выплачиваемого менеджменту предприятия	0	1	1
2.4	Структура собственности и аффилированные лица	0	1	1
Периодическая отчетность (весовой коэффициент от 2,5 до 3)				
2.1	Бухгалтерская отчетность	0	1	1
2.2	Информация о крупных сделках и иных соглашениях предприятия	0	0	1
2.3	Информация о размере вознаграждения, выплачиваемого менеджменту предприятия	0	0	1
2.4	Структура собственности и аффилированные лица	0	0,5[110]	1
Сообщения о существенных событиях (весовой коэффициент – 1)				
2.1	Бухгалтерская отчетность	0	1	1
2.2	Информация о крупных сделках и иных соглашениях предприятия	0	1	1
2.3	Информация о размере вознаграждения, выплачиваемого менеджменту предприятия	0	0	0
2.4	Структура собственности и аффилированные лица	0	0,5	1
3.1	Оперативность раскрытия периодической информации	–	5	5
3.2	Оперативность раскрытия существенных событий	–	0	0
3.3	Доступность раскрытой информации	–	5	5
4.1	Степень ответственности за нарушения, связанные с раскрытием информации	–	0	0
	Итоговое значение рейтинга	0	21	37

1. В п. 2.4 для периодической отчетности и сообщений о существенных фактах при расчете рейтинговой оценки второго режима (при размещениях на крупную сумму или среди большого числа лиц по закрытой подписке) указано значение 0,5, поскольку для данного режима информация, которая должна раскрываться, – существенно меньшего объема, чем для третьего режима – с открытым размещением. Например, в последнем случае должна раскрываться информация о владельцах предприятия, имеющих пять и более процентов акций, а в первом случае – только о владельцах, имеющих двадцать и более процентов.

[110] Информация представляется в сокращенном виде. Например, указываются только информация о более чем 20-процентных долях.

2. Современное российское законодательство о защите прав инвесторов предполагает наложение весьма крупных административных санкций (вплоть до 10 000 минимальных размеров оплаты труда) за нарушения, связанные с раскрытием информации. Причем законодательство также допускает привлечение к административной ответственности и физических лиц (в т.ч. менеджмент предприятия) в виде штрафа до 200 минимальных размеров оплаты труда. Однако если основываться на практике, то выяснится следующее. Например, Региональное отделение Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг России в Центральном федеральном округе даже если и привлекает к ответственности предприятия, то только при наличии формального признака отсутствия, например, ежеквартальной отчетности и то в виде штрафных санкций до 100 – 300 минимальных размеров оплаты труда. За раскрытие недостоверной информации в ежеквартальной отчетности или за нераскрытие информации о существенных фактах к административной ответственности еще никто не привлекался[111]. На настоящий момент у ФКЦБ России просто отсутствует возможность контролировать данные нарушения. Таким образом, по п. 4.1 «Степень ответственности за нарушения, связанные с раскрытием информации» было присвоено значение 0.

Полученные балльные значения указывают на то, что в нашей стране даже максимально строгий – третий – режим раскрытия информации не достигает уровня стран Великобритании, Германии, США.

3.1.2. Оценка факторов – сигналов микросреды

Для анализа значимости факторов – сигналов микросреды для расчета рейтингов трансакционных издержек инвесторов, а именно факторов – сигналов второй группы (концентрация собственности, доля голосующих акций, принадлежащих генеральному директору) и третьей группы (контролирующая роль банков и прочих кредиторов)

[111] Данные по Региональному отделению ФКЦБ России в Центральном федеральном округе.

была отобрана группа из 44 российских предприятий – акционерных обществ Москвы и близлежащих областей.

Отбор проводился по следующим критериям:

1. Для анализа было необходимо наличие бухгалтерской отчетности (желательно – годовой) за 1999 год, а также ряда данных о структуре собственности и управления на предприятиях. Поэтому отбирались те предприятия, которые за этот период представляли ежеквартальную отчетность в Региональное отделение ФКЦБ России в Центральном федеральном округе;

2. Предприятия должны были быть образованными не позднее 1997 года, иметь положительное значение собственного капитала (то есть не иметь признаки банкротства);

3. Поскольку выборка, в целом, была небольшой, необходимо было предусмотреть, чтобы в нее вошли предприятия, характеризующиеся различной структурой собственности;

4. При отборе отдавалось предпочтение известным предприятиям (для уверенности в том, что предприятия функционируют).

Необходимо отметить также ряд проблем и ограничений, с которыми пришлось столкнуться при отборе предприятий:

1. Поскольку ежеквартальные отчеты в Региональное отделение ФКЦБ России в Центральном федеральном округе должны представлять предприятия, которые осуществляли выпуски ценных бумаг путем открытого (публичного) размещения, либо закрытого размещения на крупную сумму или среди большого числа лиц, было трудно найти предприятия с концентрированной собственностью и, особенно, предприятия, в которых генеральный директор владел бы более 50 процентами голосующих акций. Следствием этого стало то, что в выборке оказалось мало предприятий с крупной долей генерального директора в акционерном (уставном) капитале, что несколько снижает ее репрезентативность.

2. Результаты анализа могут быть искажены в силу того, что, исходя из ежеквартальных отчетов, не всегда возможно определить степень аффилированности между владельцами предприятия. Однако в случае, если аффилированность идентифицировалась, то группа аффилированных лиц принималась за одно лицо.

3. Ввиду достаточно небольшого охвата предприятий, которые обязаны представлять ежеквартальную отчетность в Региональное отделение ФКЦБ России в Центральном федеральном округе, не представилось возможным ограничить их круг одной отраслью[112], поэтому в выборку попали предприятия различных отраслей, но с уклоном на предприятия пищевой промышленности.

В полученную выборку вошло: 33 предприятия (около 73 % от выборки), преобразованных из государственных в результате приватизации (в основном в период массовой приватизации 1992 – 1994 гг.) и 11 (около 27 % от выборки) «новых» предприятий.

Почти все предприятия выборки – открытые акционерные общества: только три из них являются закрытыми (ЗАО).

По размеру предприятия достаточно разнятся: объем активов в выборке варьируется от 3,5 млн. до 4 900 млн. рублей.

В выборку вошли 19 предприятий пищевой промышленности, 7 – машиностроения, 3 – легкой, 3 – химической промышленности, а также 3 строительные организации, 3 предприятия торговли, 2 – транспортной отрасли, по одному предприятию металлургии, науки, телекоммуникационной, медицинской отраслей.

В основе анализа факторов – сигналов микросреды лежит следующее утверждение: поскольку большая часть трансакционных издержек мелких акционеров, вызванных конфликтами интересов, заключается в снижении курсовой стоимости акций и суммы дивидендов (см. Таблицу 1-1), то есть непосредственно связана с эффективностью деятельности предприятия, сущность данного анали

за должна заключаться в определении связи между значением фактора – сигнала и некоторым показателем эффективности деятельности предприятий.

Показателями эффективности деятельности предприятия могут быть:

– *Отношение операционных издержек к годовым продажам предприятия.* Отношение определяет, насколько эффективно менеджмент контролирует операционные издержки. Разница между отношением, присущим конкретному предприятию с данной структурой собственности, и отношением, характерным для предприятия, для которого заранее известно об отсутствии конфликтов интересов (эталоном) может свидетельствовать об излишних затратах, санкционированных менеджером на непроизводственные цели у первого предприятия. Если затем данную разницу умножить на объем активов первой компании, то получим размер «перерасхода» (в денежной сумме) на непроизводственные нужды.

– *Отношение годовых продаж к совокупным активам.* Данный показатель характеризует то, насколько эффективно используются активы предприятия и, соответственно, насколько менеджмент эффективно управляет предприятием. Чем выше его значение, тем эффективнее использование активов (и ниже уровень трансакционных издержек мелких акционеров). При использовании показателя целесообразно учитывать среднеотраслевое его значение.

– *Рентабельность деятельности компании.* Возможно использование различных видов рентабельности: рентабельность собственного капитала, рентабельность активов предприятия, рентабельность продаж. Для использования коэффициентов рентабельности необходимо произвести сопоставление значений рентабельности исследуемого предприятия со средним значением рентабельности для эталонной группы предприятий – предприятий с нулевыми трансакционными издержками.

---

[112] Предприятия одной отрасли часто имеют сходную структуру издержек и структуру активов. На основе среднеотраслевой нормы рентабельности можно сделать более точные выво-

– *Отношение рыночной стоимости к оценочной восстановительной стоимости активов компании (иначе данный коэффициент называется коэффициентом q Тобина).* Числитель данного коэффициента включает в себя стоимость всех долговых обязательств и акций компании. Знаменатель – стоимость всех активов, оцененных на данный момент времени по стоимости их возмещения (восстановительной стоимости). Коэффициент q Тобина показывает то, насколько оптимистично рынок оценивает деятельность предприятия. При использовании данного коэффициента также желательно иметь его значение для эталонной группы предприятий с нулевыми трансакционными издержками.

Первые два коэффициента использованы в работе Джеймса Энга, Ребела Коула и Джеймса Ву Лина[113], а два других – являются универсальными методами оценки эффективности деятельности предприятия и часто используются при проведении финансового анализа.

Показатели «Отношение операционных издержек к годовым продажам» и «Отношение годовых продаж к совокупным активам» могут лишь свидетельствовать о наличии чрезмерных расходов предприятия. Однако о таких формах проявления трансакционных издержек как «увод» активов или прибыли, эти коэффициенты ничего не скажут.

Популярный среди исследователей трансакционных издержек показатель q Тобина возможно использовать только при наличии рыночных котировок ценных бумаг. В нашей же выборке ценные бумаги предприятий не имеют ликвидного рынка.

Таким образом, представляется наиболее целесообразным использование универсальных показателей рентабельности, а именно, – рентабельности собственного капитала и рентабельности активов.

ды относительно эффективности работы отдельных предприятий.

[113] Ang James S., Cole Rebel A., Lin James W. Agency Costs and Ownership Structure: Working paper / Florida State University. – Florida State University.

Данные показатели рассчитываются следующим образом[114]:

Рентабельность собственного капитала (РСК) равна процентному отношению полученной предприятием прибыли за минусом налога на прибыль к собственному капиталу, рассчитанному как итоговая сумма по разделу баланса «Капитал и резервы» за минусом убытков, собственных акций, выкупленных у акционеров и задолженности учредителей по взносам в уставный капитал.

Рентабельность активов (РА) равна процентному отношению полученной предприятием прибыли за минусом налога на прибыль к активам, рассчитанным как валюта баланса за минусом убытков, собственных акций, выкупленных у акционеров и задолженности учредителей по взносам в уставный капитал.

Исследования концентрации собственности и доли генерального директора в акционерном капитале

Для оценки значимости таких факторов – сигналов как концентрация собственности и доля менеджера (генерального директора) в акционерном капитале (доля акций предприятия, принадлежащих генеральному директору) проведем регрессионный анализ влияния данных факторов – сигналов на рентабельность собственного капитала (РСК).

Необходимо отметить, что в данной выборке частотное распределение величин доли генерального директора неравномерно. Это иллюстрирует следующая таблица (см. Таблицу 3-4).

Таблица 3-4.

Доля генерального директора (x)

Доля отсутствует	0% < x <= 10%	10% < x <= 20%	20% < x <= 30%	30% < x <= 40%	40% < x <= 50%	50% < x <= 60%	60% < x <= 100%
12	19	8	1	1	1	1	0

[114] Методика расчета данных показателей взята из работы В.В. Ковалева и В.В. Патрова «Как читать баланс» (М: Финансы и статистика, 2000).

В связи с неравномерностью распределения сосредоточим анализ только на диапазоне от 0 до 30% включительно и отбросим значения из диапазона более 30% в силу отсутствия достаточного их количества, что ухудшает репрезентативность выборки на данном промежутке.

Отбросив четыре предприятия из выборки, в которых доля генерального директора превышала 30 процентов, был произведен регрессионный анализ влияния доли генерального директора на рентабельность собственного капитала. Полученные результаты приведены в следующей таблице (см. Таблицу 3-5).

Таблица 3-5.

Функция регрессии	Значения коэффициентов	Критерии качества связи
Линейная вида $y=k_1x+k_2$, где y – зависимая переменная – показатель рентабельности собственного капитала; Независимые переменные x_1 – доля акций предприятия, принадлежащих генеральному директору (в процентах)	k_1 = 0,85974279609806; k_2 = 18,462610715567	F = 1,02 (модель адекватна при 32%); t_{k1} = 1,01 (значим при 32%); R^2 = 0,03

Данные в Таблице 3-5 свидетельствуют о наличии слабой положительной связи между долей генерального директора и показателем эффективности работы предприятия – рентабельностью собственного капитала (РСК). Судя по значениям F-критерия Фишера и t-критерия Стьюдента для x_1, модель получилась неадекватной. Величина R^2 – критерий тесноты связи указывает, что данная модель объясняет связь только на 2,61%.

Однако не стоит при этом считать, что это свидетельствует о том, что данную связь не стоит брать в расчет. Разумеется, эффективность деятельности отдельного предприятия зависит от целой группы факторов, охватывающих как внешнюю среду (общеэкономическая ситуация в стране, конъюнктура рынка сбыта, проблемы с поставщиками и другие), так и внутренние (эффективность производственного процесса и всех служб предприятия). Хотя одной из важнейших задач генерального директора

является организация деятельности предприятия таким образом, чтобы все вышеперечисленные факторы оказывали как можно меньшее влияние, полностью негативное их воздействие устранить нельзя.

По причине неадекватности и крайне слабой тесноты связи по критерию R^2 данную модель нельзя использовать изолированно, без определения влияния других факторных признаков.

Проведем исследование влияния концентрации собственности на рентабельность собственного капитала. В настоящем исследовании крупными считались пакеты – пять и более процентов голосующих акций, то есть те доли, информация о которых должна указываться в ежеквартальных отчетах.

Для анализа влияния концентрации собственности на рентабельность собственного капитала РСК использовались в качестве факторов два показателя: количество крупных акционеров и их совокупная доля в акционерном капитале. Необходимо отметить, что, как уже указывалось выше, при установлении факта аффилированности между владельцами крупных пакетов, такие владельцы считались одним лицом.

Ниже в таблице приведено частотное распределение значений указанных факторов, а также средние значения рентабельности собственного капитала для распределения (см. Таблицу 3-6).

Таблица 3-6.

Частотное распределение характера концентрации собственности в выборке*

Количество крупных акционеров	**Совокупная доля крупных акционеров (включая государство)**			
	Крупная доля отсутствует	**От 0 до 49,99%**	**От 50 до 99,99%**	**100%**
1	X	5 (16,58%)	5 (33,41%)	2 (37,69%)
От 2 до 5	X	11 (2,27%)	17 (33.48%)	–
Отсутствуют	4 (-0,01%)	X	X	X

* На пересечении значений указано количество предприятий и среднее значение рентабельности собственного капитала РСК

Таблица 3-6 свидетельствует о более равномерном распределении значений параметров концентрации собственности, чем в случае для доли генерального директо

ра. Кроме того, уже на основании данного распределения можно сделать вывод о присутствии определенной связи между концентрацией собственности и эффективностью деятельности предприятия: чем выше концентрация собственности и меньше количество крупных собственников, тем эффективнее деятельность предприятия. Для более точного – количественного – определения связи был использован регрессионный анализ, которые показал следующие результаты (см. Таблицу 3-7).

Таблица 3-7.

Функция регрессии	Значения коэффициентов	Критерии качества связи
Линейная вида $y=k_1x_1+k_2x_2+k_3$, где y – зависимая переменная – показатель рентабельности РСК; Независимые переменные x_1 – количество крупных владельцев; x_2 – совокупная доля крупных владельцев.	k_1 = -2,980755439159 k_2 = 0,35637380142415 k_3 = 8,3973301358182	F = 2,18 (модель адекватна при 13%); t_{k1} = -0,80 (значим при 43%); t_{k2} = 1,4462 (значим при 15%); t_{k3} = 2,08 (значим при 4%) R^2 = 0,10

В соответствии с принятыми условиями определения адекватности, данную модель также нельзя считать адекватной. F-критерий Фишера свидетельствует о вероятности только на уровне 87% того, что данная модель отражает исследуемую связь (требуется минимум 90 %). Значение коэффициента R^2 на уровне 0,10 (или 10 %) свидетельствуют о наличии более тесной связи данных факторов, чем фактора доли генерального директора (в последнем случае R^2 составлял только 0,03), хотя все еще достаточно слабой.

Мы рассмотрели влияние факторов – сигналов отдельно. Теперь объединим их в одну модель и найдем ее параметры.

При объединении целесообразно в качестве одного из факторов – сигналов использовать не долю генерального директора в уставном капитале предприятия, а булеву переменную – признак, имеющую два значения – либо 1, либо 0 – в зависимости от того, имеет ли генеральный директор крупную долю (более 5 % акций) в предприятии или нет. Таким образом, мы исключим двойное влияние фактора – сигнала доли генерального директора: как генерального директора и как крупного собственника и

устраним завышение значения тесноты связи по причине наличия корреляции между долей генерального директора и совокупной долей крупных акционеров.

Кроме того, необходимо учесть следующую проблему – одна из факторных переменных – количество крупных акционеров – имеет два недостатка при учете ее в составе регрессионной модели и использовании в дальнейшем в расчете рейтинга трансакционных издержек мелких акционеров.

Во-первых, данная переменная имеет отрицательное влияние на эффективность – показатель рентабельности собственного капитала РСК (коэффициент в регрессионной модели, описанной в Таблице 3-7, является отрицательным числом – -2,9808), и, следовательно, в отличие от других факторных переменных, с ростом ее значения величина РСК уменьшается, что создаст дополнительные проблемы при расчете рейтинга трансакционных издержек.

Во-вторых, влияние данной переменной нельзя назвать одинаковым (то есть монотонно убывающим или усиливающимся) на всем диапазоне ее значений. Нулевое значение переменной свидетельствует об отсутствии крупных акционеров (т.е. о наличии дисперсной структуры собственности), что отрицательно (согласно модели) влияет на эффективность деятельности предприятия (результирующую переменную). Следующее значение переменной – единица – часто свидетельствует о наличии высококонцентрированной собственности, что позитивно сказывается на эффективности. Далее прослеживается обратная связь: с увеличением количества крупных акционеров эффективность снижается.

Для устранения данных недостатков было решено преобразовать шкалу значений фактора следующим образом. Поскольку в нашем анализе крупной долей считалась доля в 5 процентов и выше, следовательно, максимально возможное количество крупных акционеров – 20 лиц (100% / 5%). Мы же примем число двадцать для ситуации, когда у предприятия только один крупный акционер, 19 – если 2 крупных акционера и т.д. Если же у предприятия отсутствуют крупные акционеры, то нулевое значение так и остается. Назовем модифицированную шкалу **индексом количества крупных ак**

ционеров, и в дальнейшем будем использовать ее при анализе фактора – сигнала концентрации собственности.

Таблица 3-8.

Частотное распределение индекса количества крупных акционеров (x)

x=0	0 < x <= 15	x=16	x=17	x=18	x=19	x=20
4	0	3	6	6	13	12

Частотное распределение индекса отражено в Таблице 3-8. По причине неравномерности данного распределения в диапазоне от 0 до 15 отбросим предприятия, у которых индекс равен 0, то есть отсутствуют крупные акционеры.

При расчете регрессионной модели не будем учитывать также предприятия, в которых доля генерального директора превышает 30%, поскольку на диапазоне доли генерального директора от 30% до 100% крайне мало значений (см. Таблицу 3-4).

Это ограничивает нашу выборку 36 предприятиями (из 44-х).

Результаты проведенного анализа (см. Таблицу 3-9) свидетельствуют о следующей зависимости: с увеличением доли акций во владении генерального директора и с ростом концентрации собственности рентабельность собственного капитала повышается, из чего можно сделать вывод о снижении при этом уровня трансакционных издержек для мелких акционеров. Значения критериев F Фишера, t Стьюдента, R^2 позволяют сделать вывод об адекватности данной модели.

Поскольку на рентабельность собственного капитала предприятия, кроме трансакционных издержек, влияют и множество других факторов, регрессионная модель, верно демонстрируя направление связи, объясняет динамику рентабельности на 17%.

Таблица 3-9.

Функция регрессии и описание переменных	Значения коэффициентов регрессии	Критерии качества связи
Линейная вида $y=k_1x_1+k_2x_2+k_3,x_3+k_4$, где y – зависимая переменная – показатель рентабельности собственного капитала; Независимые переменные x_1 – доля акций предприятия, принадлежащих генеральному директору, имеющая два значения (1 – доля есть, 0 – доли нет); x_2 – индекс количества крупных акционеров; x_3 – уровень концентрации собственности как совокупная доля, выраженная в процентах, акций, принадлежащих крупным акционерам.	k_1 = 17,590990218348; k_2 = 5,9625281945335; k_3 = 0,35571774760475; k_4 = -112,4699516921.	R^2 = 0,17; F = 2,18 (модель адекватна при 10%); t_{k1} = 1,53 (значим при 13%); t_{k2} = 1,45 (значим при 15%); t_{k3} = 1,69 (значим при 10%)

Если обратится к результатам анализа предыдущих двух моделей, описывающих связь между рентабельностью собственного капитала и долей генерального директора (первая модель) и между рентабельностью собственного капитала и концентрацией собственности, характеризуемой двумя переменными – совокупной долей голосующих акций, принадлежащих крупным акционерам, и количеством крупных акционеров (вторая модель), то мы увидим что их величины R^2 меньше, чем у третьей – последней – модели. Таким образом, в качестве исходных данных для расчета рейтинга трансакционных издержек мелких акционеров будем использовать параметры последней модели.

Исследования влияния мониторинга банков и прочих кредиторов

Во второй главе предлагался следующий комплекс параметров фактора – сигнала контролирующей роли банков и прочих кредиторов предприятия для расчета рейтинга трансакционных издержек мелких акционеров:

- доля долговых обязательств к общей сумме пассивов,
- продолжительность использования предприятием кредитования,
- отношение объема долгосрочных (свыше года) банковских ссуд к краткосрочным (до года),

– отношение объема выпущенных долгосрочных (свыше года) долговых ценных бумаг к краткосрочным.

Однако, по данным, представляемым в ежеквартальных отчетах, невозможно определить влияние всех указанных параметров. В частности, невозможно выявить, пользовалось ли предприятие ссудами одного банка или нескольких банков, какова длительность взаимоотношений предприятия со своим основным кредитором (если таковой есть). Также невозможно определить происхождение небанковских займов, о которых есть информация в отчетности. Вследствие данных обстоятельств, фактор – сигнал контролирующей роли (мониторинга) банков и прочих кредиторов в снижении трансакционных издержек мелких акционеров может быть проанализирован только на основе укрупненных данных о структуре кредиторской задолженности предприятий.

Проанализируем фактор – сигнал контролирующей роли банков и прочих кредиторов в снижении трансакционных издержек путем расчета регрессионной модели, объясняющей связь между коэффициентом «Отношение займов к активам предприятия» и рентабельностью активов (РА).

Общая величина займов предприятия представляет собой сумму краткосрочных и долгосрочных банковских ссуд и прочих займов. В состав займов кредиторская задолженность не включается. Активы рассчитываются как валюта баланса за минусом убытков, собственных акций, выкупленных у акционеров и задолженности учредителей по взносам в уставный капитал. Данное «Отношение займов к активам предприятия» по предприятиям определялось на основе усредненных значений величин, стоящих в числителе и знаменателе. Усреднение производилось путем нахождения среднего арифметического значений данных баланса на две даты[115].

Объяснением того, почему в данном случае мы использовали в качестве результирующей переменной рентабельность активов, а не рентабельность собственного

[115] В ежеквартальном отчете эмитента приводится состояние бухгалтерского баланса на две даты. Например, в ежеквартальном отчете за 3-й квартал указываются данные баланса на начало года и на конец третьего квартала.

капитала является необходимость исключения из зависимости эффекта финансового рычага.

Частотное распределение значений «Отношения займов к активам предприятия» для предприятий из выборки представлено в следующей таблице (см. Таблицу 3-10).

Таблица 3-10.

Частотное распределение значений коэффициента «Отношение займов к активам предприятия»

0%	От 0 до 9,99%	От 10 до 19,99%	От 20 до 29,99%	От 30 до 39,99%	От 40 до 49,99%	От 50 до 59,99%	От 60 до 69,99%
11	20	5	5	0	1	0	2

Как видим, распределение значений коэффициента «Отношение займов к активам предприятия» в выборке является не равномерным, поэтому для увеличения достоверности регрессионной модели исключим из исследуемого диапазона значения выше 30%, то есть не будем учитывать данные по 3 предприятиям.

Были получены следующие результаты регрессии (см. Таблицу 3-11).

Таблица 3-11.

Функция регрессии и описание переменных	Значения коэффициентов регрессии	Критерии качества связи
Линейная вида $y=k_1x+k_2$, где y – зависимая переменная – рентабельность активов; Независимая переменная: x_1 – фактор сигнал (6) мониторинга банков и прочих кредиторов – «Отношение займов к активам предприятия»	k_1 = 0,4995330361763; k_2 = 9,1349471860066	F = 1,72 (модель адекватна при 20%); t_{k1} = 1,31 (фактор значим при 20%); R^2 = 0,04

Параметры полученной регрессионной модели не позволяют сделать вывод о значимой связи между коэффициентом «Отношение займов к активам предприятия» и рентабельностью активов. Об этом свидетельствует низкие значения критерия F Фишера (значимость при уровне, большем 10%), t-критерия Стьюдента (значимость при уровне, большем 10%) и показателя R^2 (модель объясняет динамику зависимой переменной на 4%).

Ввиду неадекватности модели и незначительной связи факторной переменной с зависимой, было решено не использовать коэффициент «Отношение займов к активам предприятия» при разработке методики оценки рейтинга трансакционных издержек инвесторов.

Определение других зависимостей, характеризующих влияние фактора – сигнала контролирующей роли (мониторинга) банков и прочих кредиторов на снижение трансакционных издержек мелких акционеров российских предприятий, является нецелесообразным, поскольку кроме причины, указанной выше (отсутствие подробной информации), как показывает Таблица 3-10, использование займов с целью привлечения денежных ресурсов для предприятий из выборки является незначительным. Около 25% предприятий вовсе не используют данный источник, 45% имеют долю данного источника в структуре пассивов не выше 10%. 38 предприятий из 44 вообще не имеют долгосрочных займов.

3.1.3. Расчет рейтингов трансакционных издержек инвесторов

Расчет рейтинга трансакционных издержек мелких акционеров

Факторами – сигналами для расчета трансакционных издержек мелких акционеров являются (см. Таблицу 2-1):

факторы – сигналы первой группы: защита прав и интересов мелких акционеров в законодательстве; эффективность правоприменения; качество раскрытия информации;

факторы – сигналы второй группы: доля генерального директора; концентрация собственности;

фактор – сигнал третьей группы: мониторинг банков и прочих кредиторов.

В ходе анализа факторов – сигналов было принято решение не учитывать фактор – сигнал третьей группы (мониторинг банков и прочих кредиторов) в

конструировании методики оценки трансакционных издержек мелких акционеров.

Для расчета рейтинга трансакционных издержек мелких акционеров необходимо определить вес (долю) каждого фактора – сигнала. Для этого были использованы данные следующих моделей:

- факторы – сигналы первой группы (таблицы 2-4 и 2-5);
- факторы – сигналы второй группы (Таблица 3-9).

Прежде всего, необходимо отметить, что влияния факторов – сигналов измерялось по-разному. Роль факторов – сигналов макросреды оценивалась исходя из их влияния на капитализацию рынка акций. Факторы – сигналы доли генерального директора и концентрации собственности оценивались по отношению к рентабельности собственного капитала. Фактор – сигнал раскрытия информации не соотносился ни с одним показателем. Поэтому то, как на основе значений исследуемых факторов – сигналов можно определить рейтинг трансакционных издержек мелких акционеров S_a является предметом аналитической оценки.

Допустим, что на эффективность деятельности предприятия две вышеуказанных группы факторов – сигналов оказывают одинаковое влияние или, иными словами, каждая группа имеет вес в рейтинге трансакционных издержек мелких акционеров на уровне 50 %.

Далее необходимо также распределить веса среди факторных переменных внутри каждой группы, используя формулу (*) для определения веса факторов – сигналов в регрессионной модели, которая была приведена в п. 2.1.1. настоящей работы. Расчет отражен в Приложении 9.

Значения в столбцах 5, 6 таблицы, приведенной в Приложении 9, определялись следующим образом. Вес показателя в группе рассчитывался как отношение коэффициента при данной факторной переменной к общей сумме коэффициентов в регрессионной модели (без учета свободного члена), выраженное в процентах, а вес показате

ля в общим рейтинге – как отношение значения коэффициента факторной переменной к сумме коэффициентов регрессии.

Мы определили веса каждого из факторов – сигналов, используемых для определения рейтинга трансакционных издержек мелких акционеров S_a.

Значимость всех факторов – сигналов была проанализирована с использованием тех или иных регрессионных моделей. Исключение составляет лишь фактор – сигнал качества раскрытия информации, выражаемый через балльное значение, методика расчета которого была приведена во второй главе. Для того, чтобы определить весовой коэффициент для данного фактора – сигнала, используем допущение, что его вес в составе трех факторов – сигналов первой группы равен одной трети (или 33%). Учитывая это, коэффициент может быть рассчитан с помощью следующей формулы:

$$0{,}33 = \frac{k_x \max_x}{\sum k \max} = \frac{50k_x}{7 \cdot 6{,}9521 + 16 \cdot 9{,}0857 + 50k_x} = \frac{50k_x}{48{,}66 + 145{,}37 + 50k_x},$$

где k_x – весовой коэффициент (коэффициент регрессии) фактора-сигнала раскрытия информации, $\max_x$ – максимальное значение данного фактора – сигнала, а знаменатель дроби – сумма произведений коэффициентов регрессии на максимальные значения соответствующих факторных переменных модели из Таблицы 2-4.

Наиболее простой способ для нахождения значения k_x является метод итераций (подстановки значений). В результате использования данного метода было определено $k_x \approx 1{,}9114$.

Следующим – заключительным – шагом является определение весовых коэффициентов каждого фактора – сигнала. Данные коэффициенты должны обеспечивать соблюдение пропорций (весов) между факторами-сигналами и изменение рейтинга трансакционных издержек S_a в диапазоне от 0 до 100. Результаты произведенных вычислений отражены в Приложении 9 (столбец 7), а ниже, в Таблице 3-12, показана **модель расчета рейтинга трансакционных издержек мелких акционеров S_a**.

Таблица 3-12.

Многофакторная модель расчета рейтинга трансакционных издержек мелких акционеров

Наименование показателя	Диапазон изменения показателя	Весовой коэффициент показателя
	X_1	X_2
Первая группа факторов-сигналов		
Защита прав акционеров в законодательстве	0 – 7	1,200
Эффективность применения законодательства	0 – 16	1,569
Качество раскрытия информации	От 0 до 50	0,330
Вторая группа факторов-сигналов		
Доля акций предприятия, принадлежащих генеральному директору (единоличному исполнительному органу)	0 – доли 5% и более нет, 1 – доля в 5% и более есть	5,101
Уровень концентрации собственности	0 – 100	0,103
Индекс количества крупных акционеров	0 – 20	1,729

Расчет рейтинга трансакционных издержек кредиторов – владельцев облигаций

Далее определим порядок расчета рейтинга трансакционных издержек кредиторов – владельцев облигаций S_o на основе факторов – сигналов.

Нахождения данного рейтинга является более простой задачей, так как для этого используется меньшее число факторов – сигналов, которые к тому же включены в единую регрессионную модель. Данными для расчета рейтинга трансакционных издержек кредиторов – владельцев облигаций S_o является регрессионная модель, объясняющая связь между факторами – сигналами уровня защиты прав и интересов кредиторов, эффективности применения законодательства и коэффициентом «Совокупная стоимость корпоративных облигаций в обращении / ВВП» (см. Таблицу 2-8). Расчет коэффициентов (весов) факторов – сигналов приведен в Приложении 10.

Учитывая то, что принцип расчета аналогичен тому, по которому были определены веса факторов – сигналов для расчета рейтинга трансакционных издержек мелких акционеров S_a, мы не будем подробно описывать порядок произведенных расчетов. Лишь отметим, что рейтинг S_o также имеет диапазон возможных значений от 0 до 100. Многофакторная модель расчета данного рейтинга приведена в Таблице 3-13.

Таблица 3-13.

Многофакторная модель расчета рейтинга трансакционных издержек владельцев облигаций

Наименование показателя	Диапазон изменения показателя	Весовой коэффициент показателя
	X_1	X_2
Защита прав кредиторов в законодательстве	0 – 4	9,746
Эффективность применения законодательства	0 – 16	3,813

* * *

Мы выработали порядок расчета рейтингов трансакционных издержек как мелких акционеров, так и кредиторов – владельцев облигаций (т.е. рейтингов S_a и S_o).

Совокупный рейтинг трансакционных издержек инвесторов S является суммой двух данных рейтингов. Диапазон изменения совокупного рейтинга трансакционных издержек для предприятия – от 0 до 200. Чем выше значение, тем ниже трансакционные издержки.

Необходимо отметить важную деталь: хотя оба рейтинга – S_a и S_o измеряются в диапазоне от 0 до 100, в работе не осуществлялся анализ взаимоотношения и сравнимости между собой двух данных рейтингов. Иными словами, нельзя на основе значений рейтингов, полученных с помощью данных моделей, непосредственно делать вывод о том, что, например, если значение рейтинга трансакционных издержек мелких акционеров S_a больше рейтинга трансакционных издержек кредиторов – владельцев облигаций S_o, то предприятию предпочтительнее осуществлять эмиссию акций, нежели облигаций. То, какие существуют возможности для применения данных рейтингов, рассмотрим в следующем параграфе.

3.2. Методика оценки рейтингов трансакционных издержек инвесторов и принятие решений по эмиссии ценных бумаг

3.2.1. Методика оценки рейтингов трансакционных издержек и принятие решений по эмиссии ценных бумаг

На основе исследования факторов – сигналов рейтингов трансакционных издержек мы определили порядок расчета значений рейтинга трансакционных издержек мелких акционеров S_a и рейтинга трансакционных издержек кредиторов – владельцев облигаций S_o.

Обобщим полученные результаты исследования и сформулируем **методику расчета рейтингов трансакционных издержек и принятия решений по эмиссии ценных бумаг.**

Для расчета рейтингов трансакционных издержек мелких акционеров и кредиторов – владельцев облигаций необходимо осуществить следующие действия:

1. Предварительно рассчитать значения факторов – сигналов для определения величин рейтингов трансакционных издержек, в т.ч.

а) Определить балльное значение защиты прав акционеров в законодательстве. Методика его расчета приведена во II главе. Значение может варьироваться от 0 до 7. Для всех российских предприятий значение данного рейтинга на настоящий момент равно 7.

б) Определить балльное значение защиты прав кредиторов в законодательстве. Методика его расчета приведена во II главе. Значение может варьироваться от 0 до 4. Для всех российских предприятий значение данного показателя на настоящий момент равно 2.

в) Определить балльное значение эффективности применения законодательства. Методика его расчета приведена во II главе. Для расчета необходимы отдельные значения параметров Международного руководства по композитным рискам стран (Com

posite International Country Risk Guide, ICRG) компании PRS Group. Рейтинговое значение может варьироваться от 0 до 16. По состоянию на июнь 1999 года балльное значение эффективности применения законодательства для России составляло 5 единиц.

г) Определить балльное значение раскрытия информации предприятием. Методика определения рейтинга приведена во II главе. Значение данного балла варьируется в диапазоне от 0 до 50.

д) Определить долю акций предприятия, находящихся в собственности генерального директора. Если эта доля окажется менее 5% акций, то фактор – сигнал доли генерального директора равен 0, а если равно или более 5%, то 1.

е) Рассчитать индекс количества крупных акционеров предприятия. Для этого определить количество крупных акционеров предприятия. Крупным является акционер, владеющий не менее 5% голосующих акций предприятия. Таким образом, максимальное количество крупных акционеров может быть не более 20. При этом аффилированные между собой акционеры должны считаться за одно лицо. Далее на основе количества акционеров определить индекс количества акционеров следующим образом: если у предприятия нет крупных акционеров, то значение индекса равно 0. Если любое иное значение от 1 до 20, то индекс рассчитывается: 21 минус количество крупных акционеров. Таким образом, если количество крупных акционеров равно 1, то значение индекса 21 – 1 = 20 и т.д. Значение индекса количества крупных акционеров может варьироваться от 0 до 20.

ж) Рассчитать процентное значение совокупной доли всех крупных акционеров. Значение данного показателя может варьироваться от 0 до 100%.

2. При использовании рейтингов трансакционных издержек для принятия решений по эмиссии ценных бумаг целесообразно руководствоваться не агрегированным значением данных рейтингов S, а отдельными составляющими – рейтингами трансакционных издержек мелких акционеров S_a и кредиторов-владельцев облигаций S_o. Причем рейтинг S_a также можно разделить на составляющие, образованные соответ

ственно на основе значений факторов – сигналов первой группы и факторов – сигналов второй группы. Рейтинг же трансакционных издержек кредиторов – владельцев облигаций S_o основывается только на факторах – сигналах защиты прав и интересов кредиторов в законодательстве.

а) Для расчета составляющей рейтинга трансакционных издержек мелких акционеров, образованной на основе значений факторов – сигналов первой группы необходимо:

– балльное значение защиты прав и интересов мелких акционеров в законодательстве (п. 1а) умножить на 1,2;

– балльное значение эффективности применения законодательства (п. 1в) умножить на 1,569;

– балльное значение качества раскрытия информации (п. 1г) умножить на 0,33;

– суммировать значения, полученные в ходе выполнения действий, указанных выше в данному пункте 2а, получив в результате составляющую рейтинга трансакционных издержек кредиторов на основе факторов – сигналов первой группы.

б) Для расчета составляющей рейтинга трансакционных издержек мелких акционеров, образованной на основе значений факторов – сигналов второй группы, необходимо:

– значение признака наличия доли генерального директора (п. 1д) умножить на 5,101;

– значение индекса количества крупных акционеров (п. 1е) умножить на 1,729;

– процентное значение совокупной доли всех крупных акционеров (п. 1ж) умножить на 0,103;

– суммировать значения, полученные в ходе выполнения действий, указанных выше в данном пункте 2б, получив в результате искомое значение.

в) Для расчета рейтинга трансакционных издержек кредиторов – владельцев облигаций S_o необходимо

– балльное значение защиты прав и интересов кредиторов в законодательстве умножить на 9,746;

– балльное значение эффективности применения законодательства умножить на 3,813;

– суммировать значения, полученные в ходе выполнения действий, указанных выше в данном пункте 2в, получив в результате S_o с диапазоном значений от 0 до 100 единиц. При этом, чем выше значение показателя, тем ниже уровень трансакционных издержек кредиторов – владельцев облигаций.

г) Сложив значения, полученные в п. 2а и п. 2б, получим значение рейтинга трансакционных издержек мелких акционеров S_a с диапазоном значений от 0 до 100 единиц. При этом, чем выше значение показателя, тем ниже уровень трансакционных издержек мелких акционеров.

д) Сложив значения S_a (п. 2г) и S_o (п. 2в), получим совокупный рейтинг трансакционных издержек S с диапазоном значений от 0 до 200 единиц. При этом, чем выше значение показателя, тем ниже уровень совокупных трансакционных издержек инвесторов.

Например, значения рейтингов трансакционных издержек мелких акционеров и кредиторов – владельцев облигаций по состоянию на конец 1999 года для ОАО НК «Лукойл» составили соответственно 65,64 и 38,56; для ОАО «Сиданко» – 69,50 и 38,56; для ОАО «Сургутнефтегаз» – 66,63 и 38,56[116].

* * *

Оценив рейтинг трансакционных издержек мелких акционеров и кредиторов – владельцев облигаций, эмитент должен таким образом выбрать параметры предполагаемой эмиссии (например, вид ценных бумаг, объем прав, закрепляемых за ценной

[116] Для любого российского предприятия рейтинг трансакционных издержек кредиторов-владельцев облигаций, определенный в соответствии с методикой, описанной в данном диссертационном исследовании, на середину 1999 года составлял 38,56.

бумагой, метод размещения), чтобы это не привело, по крайней мере, к существенному увеличению ожидаемого рейтинга трансакционных издержек.

При принятии решений, связанных с эмиссией ценных бумаг, необходимо, прежде всего, следить за изменением ряда факторов – сигналов, которые непосредственно зависят от данных решений и которые сигнализируют инвесторам об их трансакционных издержках.

Так, на значения составляющей рейтинга трансакционных издержек на основе факторов – сигналов первой группы оказывают влияние

- изменения в концентрации собственности;
- изменение положения генерального директора как собственника предприятия.

На изменение значения составляющей рейтинга трансакционных издержек на основе факторов – сигналов второй группы оказывают влияние

- изменения в уровне защиты прав и интересов мелких акционеров в законодательстве;
- изменения в уровне эффективности правоприменения;
- изменение качества раскрытия информации.

Рейтинг трансакционных издержек кредиторов – владельцев облигаций S_o для всех российских предприятий (вернее, предприятий, которые действуют в соответствии с российским законодательством) является одинаковым и составляет 38,56 (2 x 9,746 + 5 x 3,813).

Рассмотрим, какое влияние на данные рейтинги будут оказывать решения по двум параметрам эмиссии: по виду ценных бумаг и способу их размещения.

Представим возможные варианты в Таблице 3-14. Сопоставление влияния на рейтинг в данной таблице отражено с учетом принципа «при прочих равных условиях».

Исходя из данной таблицы можно сделать предварительные выводы:

1. Размещение облигаций путем открытой подписки в целом более благоприятно, чем выпуск привилегированных или обыкновенных акций.
2. Выпуск привилегированных акций путем открытого размещения оказывает нейтральное действие – снижение доли акций, принадлежащих генеральному директору, компенсируется возникновением мониторинга со стороны рынка ценных бумаг.
3. Наиболее опасным с точки зрения увеличения трансакционных издержек мелких акционеров является выпуск обыкновенных акций путем открытого размещения, так как в этом случае возникает вероятность распыления собственности и снижения доли акций, принадлежащих менеджеру[117].

Таблица 3-14.

Анализ влияния решений по виду ценных бумаг для эмиссии и форме размещения на рейтинг трансакционных издержек мелких акционеров S_a

	Открытое (публичное размещение)	**Закрытая подписка**
Обыкновенные акции	**Факторы, ведущие к понижению S_a**: возможное снижение концентрации собственности, доли менеджера в капитале. **Факторы, ведущие к повышению S_a**: возникновение мониторинга со стороны рынка ценных бумаг (раскрытие информации).	В зависимости от того, произошло ли увеличение или уменьшение концентрации собственности и доли акций, принадлежащей менеджеру, рейтинг S_a может как уменьшится, так и увеличится.
Привилегированные акции	**Факторы, ведущие к понижению S_a**: возможное снижение доли акций, принадлежащих менеджеру. **Факторы, ведущие к повышению S_a**: возникновение мониторинга со стороны рынка ценных бумаг.	**Факторы, ведущие к понижению S_a**: возможное снижение доли акций, принадлежащих менеджеру. **Факторы, ведущие к повышению S_a**: возможное повышение доли акций, принадлежащих менеджеру (хотя вряд ли менеджер будет заинтересован в приобретении привилегированных акций)
Облигации	**Факторы, ведущие к понижению S_a**: отсутствуют. **Факторы, ведущие к повышению S_a**: возникновение мониторинга со стороны рынка ценных бумаг (раскрытие информации).	**Факторы, ведущие к понижению S_a**: нет. **Факторы, ведущие к понижению S_a**: нет.

[117] При рассмотрении различных вариантов принятия решений мы принимали следующие допущения: (1) предприятие до эмиссии не раскрывали информацию; (2) закрытая подписка не делает обязательным раскрытие информации; (3) открытая подписка подразумевает про-

Данная таблица показывает лишь тенденции в изменении рейтинга трансакционных издержек мелких акционеров S_a. С помощью имеющейся методики оценки рейтингов можно сделать более точные выводы относительно величины трансакционных издержек инвесторов при выборе того или иного решения.

3.2.2. Демонстрация применения методики принятия решений: два примера из российской практики

Рассмотрим два гипотетических предприятия, которые являются достаточно типичными примерами из российской практики.

Первое – бывшее государственное производственное предприятие, которое во времена массовой приватизации стало открытым акционерным обществом.

В процессе приватизации акции были распределены в основном среди многочисленного состава членов трудового коллектива, а также розничных участников – победителей чекового аукциона. За прошедшее время с момента создания акционерного общества структура собственности не изменилась. Хотя менеджмент в результате приватизации получил более-менее весомую долю в акционерном (уставном) капитале, тем не менее, у предприятия нет ни одного собственника, владеющего 5 и более процентами голосующих акций. Отсутствие рынка (тем более, ликвидного рынка) для ценных бумаг данного предприятия лишает возможности мелких акционеров реализовать свои вложения в предприятие.

Поскольку часть акций размещалась на чековом аукционе, предприятию требуется осуществлять в соответствии с российским законодательством полное раскрытие информации о своей деятельности.

дажу акций среди неограниченного круга лиц, и, следовательно, ведет к снижению концентрации собственности.

В целом предприятие имеет низкую рентабельность, оставаясь «на плаву» за счет низких цен на готовую продукцию благодаря невысокой оплате труда, а также за счет сдачи части производственных площадей в аренду. Менеджмент предприятия считает, что рынок ее продукции достаточно перспективен. Однако для получения более крупной доли рынка необходимо повысить качество продукции, что требует модернизации оборудования. Необходимые средства в сумме 50% уставного капитала предприятия решает получить на рынке ценных бумаг.

Второе – сравнительно молодое предприятие, организовавшееся в форме закрытого акционерного общества, имеет ряд совладельцев, которые заинтересованы в бизнесе и не хотят пускать в него других. Однако для расширения производства требуются долгосрочные инвестиции в сумме 50% уставного капитала. На данный момент предприятию не требуется осуществлять раскрытие информации о своей деятельности.

В соответствии с приведенной выше Таблицей 3-14 с вариантами выпуска ценных бумаг по каждому предприятию необходимо рассчитать составляющие рейтинга трансакционных издержек мелких акционеров и кредиторов – владельцев облигаций S, а также сам рейтинг S для ситуации до и после эмиссии. При этом ситуация «после эмиссии» может предусматривать шесть вариантов, которые являются комбинациями из решений по виду ценных бумаг (обыкновенная акция, привилегированная акция, облигация) и форме размещения (открытое размещение, закрытая подписка).

Для вариантов эмиссии примем следующие допущения:

– при открытом размещении ценные бумаги раскупаются мелкими инвесторами, и крупных пакетов не образуется;

– при закрытой подписке все ценные бумаги выпуска приобретаются одним лицом («стратегическим инвестором») или группой аффилированных лиц.

Расчеты по предприятиям приведены в Приложении 11 и 12.

Рассмотрим первое предприятие. До эмиссии значение совокупного рейтинга трансакционных издержек мелких акционеров и кредиторов – владельцев облигаций S

составляет около 67 (по 200-балльной шкале). При этом, поскольку рейтинг трансакционных издержек кредиторов – владельцев облигаций S_o является постоянной величиной, а значение составляющей рейтинга трансакционных издержек мелких акционеров на основе факторов – сигналов первой группы является максимально возможным для российского предприятия и российского рынка ценных бумаг,[118] то единственным потенциалом для повышения рейтинга трансакционных издержек мелких акционеров и совокупного рейтинга трансакционных издержек мелких акционеров и кредиторов – владельцев облигаций S является влияние на факторы – сигналы, которые отражаются в составляющей рейтинга по факторам сигналам второй группы, что может быть достигнуто путем увеличения концентрации собственности.

Произведенные расчеты по данному предприятию показали, что наиболее оптимальным с точки зрения повышения совокупного рейтинга трансакционных издержек инвесторов S является дополнительный выпуск обыкновенных акций путем закрытого размещения. Такая эмиссия обеспечивает появление у предприятия крупного собственника – владельца пакетом в 33,33% голосующих акций. В этом случае показатель совокупного рейтинга трансакционных издержек S значительно увеличивается: с 67,01 до 105,02. Это достигается за счет увеличения составляющей рейтинга трансакционных издержек мелких акционеров от факторов – сигналов второй группы с 0 до 38,01.

Все остальные варианты не приводят к изменению рейтинга. Это связано с тем, что при данных вариантах не происходят изменения в концентрации собственности. Раскрытие же информации предприятием уже осуществлялось до эмиссии, и улучшить показатель рейтинга в данном случае можно только за счет добровольного повышения качества раскрываемой информации.

---

[118] Если компания будет по своей воли осуществлять раскрытие информации на более высоком уровне, чем того требует российское законодательство, то значение составляющей риска трансакционных издержек мелких акционеров, рассчитанной на основе факторов – сигналов первой группы, может быть выше.

Для второго предприятия ситуация выглядит по-другому. Его показатель совокупного рейтинга трансакционных издержек кредиторов – владельцев облигаций и мелких акционеров S до эмиссии намного выше, чем у первого предприятия – 104,78 против 67,01, что означает, что второе предприятие намного привлекательнее вследствие меньшего уровня трансакционных издержек. По части значения составляющей рейтинга трансакционных издержек мелких акционеров, рассчитанной на основе факторов – сигналов второй группы, данное предприятие изначально имеет лучшие позиции, чем первое. Однако данное предприятие не осуществляет раскрытия информации, но если ее акционеры и менеджмент пойдут на это, то показатель совокупного рейтинга трансакционных издержек инвесторов S увеличится, то есть трансакционные издержки снизятся. Из данных, приведенных в Приложении 12, следует, что максимальное значение S достигается при выпуске облигаций или привилегированных акций путем открытого размещения (S = 116,99) за счет раскрытия информации. При этом существующие акционеры полностью сохраняют контроль над предприятием.

Менее привлекательным с точки зрения рейтингов трансакционных издержек является выпуск обыкновенных акций путем открытого размещения. В данном случае снижение концентрации собственности (крупный пакет «разводняется» со 100% до 66,67%) сполна компенсируется необходимостью раскрытия информации. Показатель рейтинга трансакционных издержек кредиторов – владельцев облигаций и мелких акционеров S для данного случая равен 113,56.

Третьим по привлекательности будет выпуск облигаций или привилегированных акций в форме закрытого размещения. В данных случаях рейтинг предприятия не меняется вовсе (S = 104,78), поскольку не происходит изменений ни в концентрации собственности, ни в уровне раскрытия информации.

Наименее удачной формой эмиссии выглядит выпуск обыкновенных акций в форме закрытого размещения, потому что в данном случае несколько снижается концентрация собственности и продолжает отсутствовать необходимость раскрытия ин

формации в силу закрытого характера размещения. Значение рейтинга S составляет 103,05.

3.2.3. Направления практического использования методики

Обобщим варианты применения разработанной нами методики оценки трансакционных издержек инвесторов.

1. Принятие решений по эмиссии ценных бумаг – наиболее очевидный вариант, который был уже рассмотрен выше – на примере двух предприятий. Здесь только сделаем дополнение к уже сказанному.

Мы рассматривали принятие данных решений, ограничиваясь для простоты изложения только двумя параметрами эмиссии: видом ценных бумаг и способом размещения. Однако при эмиссии принимаются решения по множеству вопросов, выходящих за рамки данных двух параметров. Конечно, не все решения могут повлиять каким-либо образом на трансакционные издержки инвесторов. При принятии таких решений необходимо ставить такой вопрос: приведут ли данные решения к изменению структуры собственности, к увеличению или снижению доли генерального директора в уставном капитале; к изменению режима раскрытия информации; к изменению требований по защите прав акционеров или кредиторов (например, при выходе на фондовый рынок иного государства или международный рынок). Если в случае принятия решений хотя бы в отношении одного из вышеуказанных аспектов произойдут изменения, необходимо считать такие решения влияющими на трансакционные издержки.

При выборе оптимальных решений можно использовать элементы статистического анализа. Например, определяя совокупный рейтинг трансакционных издержек S на основе его составляющих в момент «до эмиссии», можно выявить вес (вклад) каждой из таких составляющих. Определив веса, можно установить «слабые» стороны предприятия в части трансакционных издержек и разрабатывать те решения, которые бы способствовали устранению этих слабых сторон.

Например, если снова обратится к двум предприятиям и проанализировать составляющие величины рейтинга S_a, то можно сделать следующие выводы. Для первого предприятия в момент «до эмиссии» вес составляющей рейтинга трансакционных издержек мелких акционеров, охватывающей факторы – сигналы роли рынка ценных бумаг и защиты прав и интересов мелких акционеров в законодательстве равен 100%, а составляющие, охватывающие показатели фактора – сигнала концентрации собственности, – 0%. Таким образом, первому предприятию целесообразно принимать такие решения по эмиссии, которые бы, прежде всего, увеличивали концентрацию собственности.

Для второго предприятия, наоборот, следует обратить внимание на группу факторов – сигналов рынка ценных бумаг и защиты прав и интересов мелких акционеров, поскольку доля данной группы в значении совокупного рейтинга трансакционных издержек S существенно ниже доли другой (второй) группы на этапе «до эмиссии»: около 25% против 75% для другой группы. Второму предприятию, таким образом, необходимо принять шаги по раскрытию информации, поскольку другие факторы – сигналы первой группы: уровень законодательной защиты прав и интересов акционеров и эффективность правоприменения – не поддаются изменению и постоянны для всех российских предприятий, осуществляющих эмиссии на российском рынке ценных бумаг.

2. Выявление привлекательности ценных бумаг эмиссии для инвесторов с позиций сравнения со значением рейтингов трансакционных издержек владельцев тех ценных бумаг, которые уже обращаются на рынке. На основе определения показателя рейтингов трансакционных издержек для владельцев ценных бумаг, уже обращающихся на рынке, можно рассчитать предельное (минимальное) значение рейтинга, которое позволит успешно осуществить эмиссию ценных бумаг. Например, если акции, котирующиеся на бирже, имеют минимальный показатель совокупного рейтинга S_a на уровне 70, то, пожалуй, вряд ли (при прочих равных условиях) будут пользоваться успехом акции предприятий, у которой данный показатель будет ниже.

Следовательно, эмитенту необходимо будет компенсировать повышенный уровень трансакционных издержек, связанный с владением ценными бумагами, например, установлением более привлекательной цены или отказаться от эмиссии в форме открытого размещения.

3. Модель расчета рейтингов трансакционных издержек может использоваться при принятии иных корпоративных решений, не связанных с эмиссиями ценных бумаг. Ведь очевидно, что, например, концентрация собственности может меняться в иных случаях, нежели при эмиссии. Если какие-либо корпоративные решения могут повлиять на уровень трансакционных издержек инвесторов, то лицам, принимающим такие решения, целесообразно это учитывать.

3.3. Совершенствование российской практики эмиссий

3.3.1. Проблема снижения трансакционных издержек инвесторов

Охарактеризуем современное состояние тех аспектов деятельности предприятий и рынка ценных бумаг в России, которые оказывают влияние на уровень трансакционных издержек инвесторов. Методика расчета рейтингов трансакционных издержек разработана в настоящей работе на базе обобщенного опыта зарубежных исследователей.

Выше (в частности, при разработке методики) уже были отмечены те или иные проблемы, характерные для России в плане изучаемых трансакционных издержек инвесторов. Здесь, с целью выработки практических мер по снижению трансакционных издержек, сделаем обобщенную картину данных проблем.

Проанализируем уровень трансакционных издержек инвесторов с позиции влияния следующих факторов – сигналов: концентрация собственности; рынок ценных бумаг и уровень защиты прав и интересов мелких акционеров и кредиторов. Также

остановимся на представителей третьей группы факторов – сигналов рейтинга трансакционных издержек мелких акционеров – на мониторинге со стороны банков и прочих кредиторов. Хотя данный фактор – сигнал не учитывался в разработанной методике (в силу отсутствия значимой связи с трансакционными издержками), тем не менее мы не склонны вовсе отбрасывать данную форму контроля за деятельностью предприятия и его менеджера.

Концентрация собственности

В соответствии с проведенном в предыдущих главах анализом факторов – сигналов трансакционных издержек, существующих на уровне макросреды, было установлено, что высокий уровень концентрации собственности, как правило, соответствует более низкому уровню защиты прав акционеров в законодательстве.

Во второй главе при анализе влияния концентрации собственности на защиту прав акционеров в законодательстве был использован в качестве показателя концентрации собственности в стране среднее значение совокупной доли трех крупнейших владельцев в капиталах десяти крупнейших нефинансовых негосударственных предприятий – резидентов.[119] Рассчитаем данный показатель для России. Для этого воспользуемся информацией по структуре владения акциями в 100 крупнейших российских предприятий в 1997 году из работы А. Радыгина и Р. Энтова[120]. Необходимо отметить, что дальнейший порядок расчета будет несколько отличаться от того, по которому были получены значения показателя Р. Ла Порта, Ф. Лопесом-де-Силанесом, А. Шлейфером и Р. Вишны: во-первых, информация по России охватывает не 10, а 100 крупнейших предприятий; во-вторых, в состав предприятий вошли и предприятия с государственным участием; в-третьих, среди данных предприятий, вероятнее всего,

[119] Данные по показателю были получены из работы La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W. Law and Finance // Journal of Political Economy. – 1998. – № 106. – pp. 1113-1155.

есть и финансовые. Тем не менее, используя дополнительные умозаключения, можно попытаться сопоставить полученные данные.

Итак, в указанной работе отечественных исследователей приводится следующая информация по 100 крупнейшим российским предприятиям:

- средняя доля собственности крупного «внешнего» акционера[121] (в т.ч. государства) (более 5% уставного капитала) – 15,3%;
- среднее число крупных «внешних» акционеров (более 5% акций) – 2,5;
- средняя совокупная доля «внешних» акционеров – 57,6%, в т.ч. средняя доля государства – 6,5%;
- средняя доля «внутренних» акционеров – 22%, в т.ч. средняя доля рядовых работников – 20%, администрации – 2% (в т.ч. доля генерального директора – 0,5%).

Руководствуясь данными показателями, можно сделать следующие расчеты. Средняя совокупная доля крупных «внешних» акционеров составляет 15,3 х 2,5 = 38,25%. Средняя доля «внутренних» акционеров составляет 22%. Однако 20% – это доля рядовых работников, отдельные пакеты которой являются, как правило, розничными. Совокупная же доля администрации не превышает 2%. Если допустить, что самая большая доля из этих двух процентов принадлежит генеральному директору (0,5%), то можно предположить, что в среднем оставшиеся 0,5 доли (для дополнения до трех акционеров, как того требует методика, используемая вышеуказанными зарубежными авторами) представлена некрупным «внешним» акционером (имеющим максимум 5% уставного капитала или 2,5 % – для половины доли). Прибавим данные 2,5% к 38,25% и получим 40,75%. В данном случае не представляется возможным ис

---

[120] Радыгин А., Энтов Р. Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль рынок ценных бумаг. Научные труды № 12Р. – М.:ИЭПП, 1999.

[121] Внешним акционером по методологии, предложенной исследователями, считаются акционеры, не являющиеся работниками или представителями администрации предприятия. Предполагается, что акции, принадлежащие работниками или администрации, были приобретены ими в период акционирования предприятия. Крупными акционерами считаются акционеры, имеющие 5% и более голосующих акций.

ключить долю государства, однако если учесть, что в среднем доля государства составляет только 6% капитала, то требуемое значение не намного будет отличаться (и если отличаться, то, скорее всего, в меньшую сторону) от найденного значения.

Если сравнить полученное значение (40,75%) для России с данными для других стран мира, то можно сделать вывод, что применительно к уровню защиты прав акционеров отечественным законодательством и эффективности его применения, **концентрация собственности в России недостаточна**. Если подставить полученные значения в уравнение регрессии, параметры которого указаны в Таблице 2-14, то получим: 7 х (-0,0298) + 5 х (-0,0176) +0,7555 = 0,4589 или 45,89%, что на 5,14 процентных пункта выше реального уровня.

Проведем иное сравнение концентрации собственности. В Таблице 2-12 в качестве иллюстрации наличия англо-американской или германской модели приводились данные по структурам собственности по ряду стран. При этом делались выводы, что наличие большой доли в руках домашних хозяйств и институциональных инвесторов (кроме банков) свидетельствует о распыленности акционерной собственности. Было отмечено, что в США совокупная доля домашних хозяйств и институциональных инвесторов составляет 80,7%, в Великобритании – 79,7%, а во Франции 23,3%, Германии – 34,6%, Италии – 37,1%. В России структура собственности в 1995, 1997 и 1999 году характеризовалась следующими данными (за 1999 год использовались прогнозные данные) (см. Таблицу 3-15).

Таким образом, по данным Таблицы 3-15 в России совокупная доля домашних хозяйств, инвестиционных фондов и страховых компаний в капиталах промышленных предприятий составляла в 1995 году 75,3%, в 1997 году – 62,1%, в 1999 году – 72,1%, что вновь **свидетельствует о наличии в России слабоконцентрированной собственности.**[122]

---

[122] Необходимо отметить, что, как было указано выше, связь между структурой владения акциями и уровнем концентрации собственности носит предположительный характер.

Таблица 3-15.

Структура владения акциями в российских акционерных обществах в 1995, 1997 и 1999 гг., %

Категория собственника	1995 г.	1997 г.	1999 г.
Институциональные инвесторы, в т.ч.	9,2	6,2	7,1
Банки	1,7	1,6	1,2
Пенсионные фонды, страховые компании	7,2	4,0	5,2
Другие	0,3	0,6	0,7
Домашние хозяйства	68,1	58,1	66,9
Частные предприятия	11,6	17,8	15,2
Государственные органы	9,5	6,5	2,7
Иностранные инвесторы	1,7	5,1	7,6

Источник: Радыгин А., Энтов Р. Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг. – М.: ИЭПП, 1999, С. 57-58 со ссылкой на опросы Российского экономического барометра, которые охватывают по 1995 г. 138 предприятий промышленности (опрос по заказу Института экономики переходного периода), по 1997 г. - 139 (в т.ч. 46 присутствуют в обоих опросах), по 1999 г. - прогноз опрошенных.

Наконец, можно обратится к еще одному показателю, упоминавшемуся во второй главе – размеру премии за голос, выражающемуся в процентном отношении разницы между ценой обыкновенной акции и привилегированной акции одинакового номинала к цене обыкновенной акции. Если обратится к котировкам таких акций как РАО ЕЭС России, ОАО НК Лукойл, то можно сказать, что в России данный показатель в настоящее время составляет около 45–50%, что свидетельствует о высокой ценности права голоса (на уровне как во Франции и Израиле, но ниже, чем в Италии – см. Диаграмму 2-1). Это свидетельствует о приоритетности в России концентрированной собственности перед рынком ценных бумаг как механизма снижения трансакционных издержек инвесторов.

Данная некоторая противоречивость выводов будет объяснена позднее, после того, как мы охарактеризуем действия всех факторов снижения трансакционных издержек в России.

Рынок ценных бумаг, уровень защиты прав и интересов инвесторов в законодательстве и мониторинг со стороны банков и прочих кредиторов

По факторам – сигналам законодательной защиты прав мелких акционеров и кредиторов, качества раскрытия информации можно сделать следующие выводы:

во-первых, крайне низкая эффективность применения законодательства не позволяет реализовать задекларированный достаточно высокий уровень защиты прав и интересов мелких акционеров;

во-вторых, защита прав и интересов кредиторов в законодательстве находится на среднем уровне, однако и здесь определяющую роль оказывает низкая эффективность правоприменения;

в-третьих, раскрытие информации в России осуществляется по стандартам, не соответствующим уровню, характерному для таких стран как Великобритания, Германия и США.

Из вышесказанного можно заключить, что **раскрытие информации и уровень защиты прав и интересов инвесторов в России не являются достаточно мощными механизмами ограничения трансакционных издержек кредиторов – владельцев облигаций и мелких акционеров.**

О значимости фактора – сигнала мониторинга со стороны банков и прочих кредиторов может свидетельствовать доля ссуд и других займов, используемых предприятиями в качестве источников привлечения денежных ресурсов.

Обобщенные показатели капитальной структуры по исследуемой выше, в данной главе, группе предприятий – акционерных обществ Москвы и близлежащих областей приведены в Таблице 3-16.

Таблица 3-16.

Обобщенные данные по структуре капитала 44 предприятий – акционерных обществ из выборки

ПАССИВ	Доля (в %%)
Собственный капитал	**54,37**
Долгосрочные пассивы	**5,58**
В т.ч.	
Долгосрочные кредиты банков	3,08
Долгосрочные займы	2,50
Краткосрочные пассивы	**40,05**
В т.ч.	
Краткосрочные кредиты банков	6,79
Прочие краткосрочные займы	0,71
Краткосрочная кредиторская задолженность	32,55

На основе данных Таблицы 3-16 можно сделать следующие выводы:

1. Среди долга явно доминирует краткосрочные источники: отношение долгосрочного долга к общему объему заемных средств составляет 12,23%. Если обратится к опыту развитых стран, то там этот показатель к 1994 году находился в диапазоне от 14,1% (Германия) до 52% (США)[123].
2. Высок удельный вес кредиторской задолженности в структуре заемных (привлеченных) средств (32,55% от общей суммы пассивов и 81,27% от суммы краткосрочных заемных средств). Наличие данной задолженности не является свидетельством мониторинга кредиторов, поскольку кредиторы в данном случае не осуществляют проверку деятельности предприятия, как это делают банки или кредиторы-инвесторы, постоянно отслеживающие финансовое состояние должника.

Таким образом, **возможным объяснением факта несущественности связи между мониторингом банков и прочих кредиторов и эффективностью функционирования предприятия (как критерием уровня трансакционных издержек), выявленным в ходе произведенного в настоящей работе анализа, явилась крайне**

[123] Энтов Р., Радыгин А., Мау В. и др. Развитие российского финансового рынка и новые инструменты привлечения инвестиций. – М.:ИЭПП АНХ РАН, 1998, С. 4.

незначительная роль займов в качестве источника привлечения денежных ресурсов среди всей совокупности предприятий из выборки.[124]

Таблица 3-17.

Предпочтительность источников привлечения капитала, % к числу ответивших

Источник привлечения капитала	1995	1996	1997	1998	1999
Собственные средства	53	60	61	45	57
Льготный кредит	55	54	41	49	41
Банковский кредит	0	1	2	3	2
Проектное финансирование	-	-	-	13	19
Прямые инвестиции	-	-	-	35	38
Поиск 1-2 отечественных инвесторов	29	33	23	21	17
Поиск иностранного инвестора	21	23	16	21	12
Размещение новой эмиссии акций	6	11	4	2	5

Источник: Цухло С. Спросовые ориентиры и инвестиционные предпочтения российских предприятий // Индикатор. – 1999. – № 12.

Другой иллюстрацией тенденций в использовании источников привлечения денежных средств является опрос руководителей предприятий (см. Таблицу 3-17). Наиболее предпочтительным источником для них являются собственные средства. Результаты последних исследований свидетельствуют о незначительном прогрессе в отношении предприятий к фондовому рынку. Доля предприятий, готовых привлекать ресурсы на фондовом рынке, упала с 11% в 1996г. до 5% в 1999г., хотя снижение привлекательности, возможно, связано с кризисной ситуацией 1997г. (падение цен на российском рынке корпоративных ценных бумаг в результате азиатского кризиса) и 1998 г. (августовский экономический кризис). В последнем случае рост привлекательности фондового рынка с 2 % в 1998 году до 5 % в 1999 году можно рассматривать как тенденцию. Данная таблица также иллюстрирует крайне низкий уровень предпочтений банковского кредита как источника денежных ресурсов.

[124] В выборке 33 предприятия (75% от общего числа) имели долю займов до 10% от активов.

Обратимся к статистике ФКЦБ России. По ее данным, если в 1997 году (в году, когда одновременно рынок ценных бумаг достиг высоких объемов, роста курсовой стоимости и сильного обвала, связанного с осенним азиатским кризисом) было зарегистрировано 3 265 выпусков ценных бумаг предприятий[125], то только в первом квартале 2000 года всеми отделениями ФКЦБ России (без учета предприятий федеральной группы[126]) зарегистрировано 4 881 выпуск ценных бумаг. Для сравнения: в 1997 американская Комиссия по ценным бумагам и биржам рассмотрела 1 255 выпусков первичных публичных предложений, 723 – последующих и 111 – освобожденных выпусков.[127]

Сопоставимы ли данные по рынку России и США и могут ли данные цифры свидетельствовать о буме на отечественном фондовом рынке? Для этого необходимо определить структуру зарегистрированных выпусков ФКЦБ.

По информации Регионального отделения ФКЦБ в Центральном федеральном округе, лишь около 17% зарегистрированных выпусков приходится на открытые акционерные общества, а остальные 93% – на закрытые общества. Таким образом, уже по данному косвенному признаку можно сделать вывод, что большая часть эмиссий носит непубличный (закрытый) характер. В действительности, большинство эмиссий, производимых как закрытыми, так и открытыми обществами, носит «технический» характер и не служит привлечению дополнительных средств. Среди таких – «технических» – эмиссий можно выделить увеличение уставного капитала за счет внутренних источников: переоценки основных фондов, прибыли; конвертацию в форме сплита или консолидации; регистрацию закрытыми акционерными обществами «старых»

---

[125] Годовой отчет ФКЦБ России за 1997 год.

[126] Имеются в виду наиболее крупные предприятия – эмитенты страны, регистрация выпусков ценных бумаг которых осуществляется не на региональном, а на федеральном уровне, то есть центральным аппаратом ФКЦБ России.

[127] SEC Annual Report of 1997. В цифры по США не включены выпуски ценных бумаг, осуществляемые на уровне отдельных штатов.

выпусков, то есть выпусков, фактически осуществленных ранее, но своевременно не прошедших государственную регистрацию[128].

Из эмитентов федеральной группы[129] можно назвать лишь ряд эмиссий, которые были осуществлены в период 1998 – 2000 гг., целью которых было привлечение дополнительных средств. Это, прежде всего, выпуски облигаций, осуществленные компаниями РАО «Газпром», ОАО «АЛРОСА», ОАО «Тюменская нефтяная компания» и др.

Таким образом, о буме на российском рынке ценных бумаг пока говорить не приходится.

Обобщим сказанное выше.

(1) Недостаточная концентрация собственности на многих отечественных предприятиях не способствует должному ограничению трансакционных издержек инвесторов. Часто на предприятиях менеджер осуществляет деятельность исключительно в собственных интересах, оставаясь при этом владельцем незначительной доли в акционерном капитале.

(2) Слабость защиты прав и интересов инвесторов законодательством и недостаточный качественный уровень раскрытия информации продуцируют неразвитость рынка ценных бумаг и ограничивают его способности быть механизмом снижения трансакционных издержек мелких акционеров и кредиторов – владельцев облигаций. О слабости рынка ценных бумаг как механизма ограничения трансакционных издержек мелких акционеров говорит высокая премия за голос.

(3) Незначительная доля банковского и иного кредитования в качестве источника привлечения денежных ресурсов снижает эффективность мониторинга

---

[128] До вступления в силу в 1996 году Закона о рынке ценных бумаг предприятия, функционирующие в форме закрытых акционерных обществ, как правило, не регистрировали выпуски ценных бумаг: хотя законодательно данная необходимость была предусмотрена, однако на практике государственного контроля за этим не осуществлялось.

предприятий со стороны кредиторов с целью снижения трансакционных издержек мелких акционеров.

Таким образом, **в России ни один из механизмов, призванных ограничивать трансакционные издержки (защита прав и интересов в законодательстве, раскрытие информации, концентрация собственности, мониторинг банков и прочих кредиторов), не развит или, по крайней мере, не достаточно развит.** Современная ситуация характеризуется одновременно как слабым уровнем защиты прав и интересов инвесторов законодательством (особенно, в части эффективности правоприменения), неразвитостью рынка для ценных бумаг большинства отечественных предприятий (как следствия), несовершенством практики раскрытия информации, ограниченностью мониторинга кредиторов, а также относительно дисперсной собственностью (главным образом, у приватизированных предприятий).

Все это сигнализирует о высоком уровне трансакционных издержек как для мелких акционеров, так и для кредиторов – владельцев облигаций в России. Данная ситуация, несомненно, является сдерживающим фактором развития фондового рынка и препятствием в его использовании для привлечения инвестиций. В следующем параграфе мы попытаемся дать некоторые рекомендации по исправлению сложившейся ситуации.

3.3.2. Рекомендации по совершенствованию практики эмиссий: сегментированный подход

Реализация мер для решения задачи снижения трансакционных издержек, пожалуй, должна производиться с учетом перспектив развития структуры финансовых рынков в России. Одним из основных вопросов в этом отношении является выбор модели – англо-американской или германской. Как продемонстрировали данные преды

---

[129] К федеральной группе относятся эмитенты, подотчетные непосредственно ФКЦБ России, а не ее региональным отделениям. В данную группу входят крупнейшие предприятия Рос-

дущего параграфа, в настоящий момент в России нет четких свидетельств развития той или иной модели: существует тенденция концентрации собственности путем скупки пакетов приватизированных предприятий, в т.ч. – с целью образования финансово-промышленных групп, однако в среднем концентрация собственности является чуть ниже, чем в Германии с ее достаточно развитым рынком ценных бумаг и намного ниже, чем в странах, где рынок ценных бумаг находится примерно на таком же уровне развития, что и в России.

Если же в нашей стране будет прослеживаться тенденция к образованию той или иной модели организации финансовых рынков, то это приведет к развитию соответствующего механизма снижения трансакционных издержек.

Например, формирование германской модели будет сопровождаться увеличением концентрации собственности и кредитования, что создаст механизм снижения трансакционных издержек и без наличия развитого рынка ценных бумаг с эффективной системой раскрытия информации и защиты прав и интересов инвесторов. Напротив, преобладание англо-американской модели неминуемо приведет к необходимости совершенствования практики раскрытия информации и защиты прав инвесторов.

В данной работе мы не будем делать каких-либо прогнозов относительно дальнейшего пути развития отечественной структуры финансовых рынков. Однако с учетом темы настоящей работы, будем полагать, что рынок ценных бумаг в России в будущем будет играть немаловажную роль в качестве механизма привлечения денежных ресурсов предприятиями[130].

Для того, чтобы предприятия – эмитенты могли использовать рынок ценных бумаг для цели привлечения денежных ресурсов (чему должно способствовать снижение трансакционных издержек), необходима реализация практических мер по ряду направлений:

для государства и его регулятивных органов на рынке ценных бумаг:

сии.

- усиление контроля за исполнением законодательства, выработка судебной практики в области законодательства по защите прав инвесторов;
- совершенствование требований к раскрытию информации, развитие инфраструктуры по раскрытию информации;
- обучение акционеров принципам взаимоотношений с менеджментом, нормам корпоративного управления;
- законодательное установление необходимости выплаты дивидендов;

для предприятий, заинтересованных в привлечении денежных ресурсов посредством фондового рынка:

- добровольное следование более жестким стандартам отчетности и раскрытия информации по сравнению с требованиями российского законодательства;
- получение листинга на бирже (например, на ММВБ) для ценных бумаг, уже находящихся в обращении;
- усиление роли крупных акционеров и кредиторов в контроле за деятельностью предприятий;
- использование политики привлечения дополнительных денежных ресурсов, учитывающей необходимость снижения трансакционных издержек.

Однако в реализации этих мер необходимо использовать дифференцированный подход к различным предприятиям.

Разделим российские акционерные предприятия на три группы:

- **к первой группе** отнесем предприятия, чьи ценные бумаги допущены к обращению на ведущих российских торговых площадках (ММВБ, РТС, МФБ). Данные предприятия являются крупнейшим в России по капитализации и насчитывают десятки и даже сотни тысяч акционеров;

---

[130] Ведь существуют же достаточно развитые фондовые рынки в странах континентальной Европы, где доминирует германская модель.

- **ко второй группе** – крупные и средние предприятия, чьи ценные бумаги не имеют листинга на ведущих российских торговых площадках, но, тем не менее, которые имеют большое количество акционеров (свыше 500 – 1000);
- **к третьей** – мелкие предприятия (преимущественно организованные в форме закрытых акционерных обществ), которые насчитывают от 1 до 500 (часто от 1 до 10-20) акционеров.

Рекомендации в отношении предприятий первой группы

Данные предприятия находятся в лучшем положении по сравнению с предприятиями других групп. Их ценные бумаги уже обращаются на рынке, а некоторые из них («голубые фишки») имеют высокую ликвидность (например, акции РАО «ЕЭС России», ОАО НК «Лукойл», РАО «Газпром», ОАО «Сургутнефтегаз», ОАО «Ростелеком» и др.). Для данных предприятий, как правило, нет проблем с привлечением дополнительных денежных ресурсов. Многие предприятия данной группы обеспечили также выход своим ценным бумагам на международный рынок.

В связи с рассмотрением данных предприятий хотелось бы лишь напомнить о том факте, что отечественные стандарты раскрытия информации для предприятий, чьи акции котируются на организованном рынке ценных бумаг, не соответствуют уровню требований для предприятий, имеющих листинг на ведущих биржах мира.

Совершенствование практики раскрытия информации приведет к снижению трансакционных издержек инвесторов и еще больше увеличит привлекательность ценных бумаг данных предприятий. Совершенствование должно иметь своей целью улучшение качества и повышение оперативности раскрытия информации, а также ужесточение контроля за раскрытием информации.

Рассмотрим практические меры в данной области.

1. Изменение подхода к понятию существенной информации.

Согласно отечественному законодательству к существенной информации относится ограниченный перечень действий и событий, связанных с предприятием. Однако в мировой практике принято к существенной информации относить всякую информацию, которая может повлиять на принимаемые инвесторами решения относительно инвестирования и на рыночную котировку ценных бумаг предприятия. Аналогичную практику необходимо ввести и в России. Такая трактовка существенности, с одной стороны, заставит предприятия более строго следить за необходимостью раскрытия информации, а с другой – облегчит регулирующему органу исполнение функции контроля над предоставлением информации.

2. Организация контроля за раскрытием информации о существенных событиях и фактах. При реализации меры, указанной в п. 1, регулирующий орган получит возможность контролировать предприятия на основе слежения за динамикой цен на ценные бумаги. В этом регулирующий орган может опираться на сотрудничество с организаторами торговли и брокерско-дилерскими фирмами, для чего необходимо обязать последние сообщать регулирующему органу обо всех необычных движениях цен на акции и облигации предприятий – эмитентов.

3. Осуществление комплекса мер по повышению оперативности раскрытия информации о существенных фактах и событиях.

Для этого, **во-первых**, необходимо исключить из законодательства пятидневный срок для представления существенной информации. В мировой практике, как правило, не установлен срок раскрытия информации, однако указывается, что информация должна быть раскрыта в максимально короткие сроки. Однако это не значит, что предприятие может, ссылаясь на всевозможные причины, задерживать с публикацией информации. Если до момента раскрытия информацией воспользуются инсайдеры (что приведет к динамичному изменению котировок ценных бумаг), об этом станет известно регулирующему органу, который предупредит предприятие о необходимости произвести раскрытие или дать какое-либо объяснение факту изменения котировки. Обычными сроками для раскрытия информации о существенных событиях и фактах

должен стать период от десятков минут до часов с момента наступления события и до момента наступления возможности узнать об этом заинтересованному лицу.

Во-вторых, система раскрытия должна обеспечивать максимальную оперативность доставки информации до пользователей. Для этого целесообразно интегрировать данную систему с торговой системой организатора торговли.

Необходимо отметить, что некоторые шаги в данным направлении были предприняты ФКЦБ России: постановлением данного органа от 29 ноября 1999 года было предусмотрено создание федерального государственного унитарного предприятия «Центральный депозитарий – Центральный фонд хранения и обработки информации фондового рынка», который должен был с 1 июля 2000 года начать осуществлять функции по приему информации, составляющую ежеквартальную отчетность и сообщения о существенных фактах, от предприятий – эмитентов, что могло бы разгрузить органы ФКЦБ России и повысить контроль. Однако реализация данного проекта была отложена до 1 июля 2001 года.

4. Переход предприятий на международные стандарты бухгалтерской отчетности. Использование норм международного учета сделает более «прозрачной» деятельность отечественных предприятий, что также будет способствовать качеству раскрытия информации и, следовательно, снижению трансакционных издержек. С другой стороны, некоторые предприятия первой группы, как правило, уже осуществляют представление отчетности по международным стандартам, поскольку этого требуют регулятивные органы тех рынков, где обращаются ценные бумаги данных предприятий (в виде депозитарных расписок).

5. Усиление контроля за раскрытием информации, содержащейся в проспектах эмиссии и периодической отчетности. В России отсутствует должный контроль за раскрытием информации. Фактически административная ответственность предприятия – эмитента предусмотрена Законом о защите прав и законных интересов инвесторов. Кроме того, например, Российская торговая система (РТС) может лишить листинга ценные бумаги предприятия, которая уклоняется от раскрытия информации.

Однако по опыту работы в Региональном отделении ФКЦБ России в Центральном федеральном округе можно сказать, что привлечение к административной ответственности за нарушения, связанные раскрытием информации, осуществляется только в случае непредставления ежеквартальной отчетности, поскольку данное нарушение можно легко установить. Случаев же привлечения к административной ответственности за указание недостоверной информации в ежеквартальной отчетности или нераскрытие информации о существенных фактах в практике работы Регионального отделения ФКЦБ России в Центральном федеральном округе отмечено не было. Также не применяются нормы законодательства, предусматривающего персональную административную ответственность за нарушения, связанные с раскрытием информации[131].

Рекомендации в отношении предприятий второй группы

Вторую группу составляют предприятия, которые образовались, как правило, в процессе приватизации, но, в отличие от предприятий первой группы, являются менее крупными и в силу разных причин – менее привлекательными для инвесторов. Также к данной группе можно причислить многочисленные предприятия, которые возникли на базе бывших чековых и денежных инвестиционных фондов.

Данные предприятия являются наиболее проблемными с точки зрения уровня трансакционных издержек для акционеров. Это определяется тем, что для таких предприятий почти не существует механизмов ограничения данных издержек: часто отсутствуют крупные собственники; нет ликвидного рынка для ценных бумаг предприятия; предприятия не пользуются долгосрочными займами. Можно вспомнить целый ряд конфликтов, связанных с предприятиями данной группы: на Выборгском целлюлозо-бумажном комбинате[132], на Московском ликеро-водочном заводе «Кристалл»[133], на

[131] Более подробно о совершенствовании практики раскрытия информации можно ознакомиться в следующей статье: Лосев С.В. Совершенствование практики раскрытия информации // ЭЖ-Юрист. – 2000. – № 43 (143). – С.2.
[132] См., например: Целлюлозо-водочная комбинация // Эксперт. – 2000. – № 40 (203).

Лебединском горно-обогатительном комбинате[134], на Ломоносовском фарфоровом заводе[135], на Уралхиммаше[136].

Также акционеры предприятий второй группы, не имея никаких механизмов контроля за деятельностью менеджмента и возможностей продать свои акции, позволяют генеральному директору безраздельно властвовать на предприятии, абсолютно не заботясь об их интересах.

Чтобы сдвинуть с мертвой точки данную ситуацию, необходимо реализовать меры в следующих направлениях:

- включение ценных бумаг данных предприятий в листинг одной из торговых площадок страны;
- принуждение данных предприятий к раскрытию информации о своей деятельности;
- обучение акционеров принципам взаимоотношений с менеджментом, нормам корпоративного управления;
- наработка практики судебной защиты акционеров;
- законодательное установление необходимости выплаты дивидендов;
- использование политики привлечения дополнительных денежных ресурсов, учитывающей необходимость снижения трансакционных издержек

Рассмотрим данные направления подробнее.

1. Включение ценных бумаг данных предприятий в листинг одной из торговых площадок страны. В состав мер может входить разработка системы экономических стимулов, а, возможно, – и законодательное установление сроков, в течение которого данные предприятия должны приложить все усилия для получения листинга[137].

---

[133] См., например: Авансцена // Эксперт. – 2000. – № 21 (232).
[134] См., например: Не говори ГОК, пока не перескочишь // Эксперт. – 1996. – № 8 (27).
[135] См., например: Битва за кобальтовую сетку // Эксперт. – 1999. – № 11 (174).
[136] См., например: Предпродажная подготовка // Эксперт. Урал. – 2000. – № 7.
[137] Разумеется, изначально предусмотренный листинг для ценных бумаг таких предприятий должен быть худшей категории, чем для предприятий – «голубых фишек». Только впослед-

Возникающий при этом контроль со стороны организатора торговли, профессиональных участников рынка ценных бумаг и инвесторов, во-первых, позволит дисциплинировать менеджмент предприятий, а именно – заставит их строже соблюдать права акционеров, раскрывать информацию, привести в порядок финансовую отчетность, а, во-вторых, – создаст предпосылки для развития рынка ценных бумаг данных акционерных обществ, что предоставит возможность акционерам реализовать свои вложения, а предприятиям – привлечь дополнительные инвестиции.

2. Принуждение данных предприятий к раскрытию информации о своей деятельности. При выходе на рынок ценных бумаг к данной категории предприятий должны применяться все самые строгие требования, что были указаны в отношении процедур раскрытия для крупнейших предприятий.

Необходимость применения строгих требований к раскрытию информации обусловлена тем, что предприятия второй группы имеют большое число мелких акционеров, которые в индивидуальном порядке не имеют возможности оперативного ознакомления с информацией о деятельности предприятия. Законодательно установленная обязанность представления предприятием любому акционеру по его требованию информации и документов подразумевает лишь достаточно длительную бюрократическую процедуру письменного запроса. Особую проблему составляет получение информации о таких предприятиях для акционеров, не являющихся его работниками.

В настоящее же время законодательством не четко прописана необходимость раскрытия информации для отдельных предприятий из данной группы. Речь идет о приватизированных предприятиях. Согласно Положению о ежеквартальном отчете эмитента эмиссионных ценных бумаг, утвержденному Постановлением ФКЦБ РФ от 11.08.98г. № 31, необходимость раскрытия информации в форме ежеквартальных отчетов закреплена за эмитентами, которые регистрировали проспекты эмиссии своих ценных бумаг. Как известно, приватизированные предприятия выпускали свои цен

ствии, при удовлетворении определенным требованиям, такие ценные бумаги могут быть переведены в листинг более высокого уровня.

ные бумаги на основе планов приватизации. Хотя Указом Президента РФ план приватизации был приравнен по статусу к проспекту эмиссии, тем не менее, арбитражной практикой была установлена необоснованность требований к подобным предприятиям раскрывать информацию.

3. Обучение акционеров принципам взаимоотношений с менеджментом, нормам корпоративного управления. В результате массовой приватизации многие граждане нашей страны стали владельцами ценных бумаг бывших государственных предприятий. При этом ценные бумаги были фактически приобретены бесплатно. Это создало непонимание в основной массе общества механизмов акционирования («мы как работали, так и работаем; зачем нам все эти акции – только больше проблем»). Разъяснение акционерам их прав, возможностей влияния, рычагов давления на деятельность предприятия и его менеджмента; норм корпоративного управления (независимость большинства членов Совета директоров и ревизионной комиссии от генерального директора, должная квалификация лиц, входящих в органы управления, требование отчетности руководства; контроль за соблюдением законодательства об акционерных обществах, о рынке ценных бумаг, о защите прав и законных интересов инвесторов) позволит повысить контроль за деятельностью руководства и снизить конфликтность между самими акционерами.

Расходы на просветительскую работу среди акционеров могут быть произведены за счет средств государства, общественных организаций по защите прав инвесторов, саморегулируемых организаций профессиональных участников фондового рынка, организаторов торговли. Обучение и пропаганда должна производится через средства массовой информации, через бесплатное распространение брошюр, организацию «горячих линий», возможность получения оперативных ответов на запросы в государственные органы, общественные организации (например, посредством электронной почты).

4. Наработка практики судебной защиты акционеров.

Одной из наиболее важных проблем трансакционных издержек инвесторов в России является крайне низкая эффективность применения законодательства. Следовательно, в данном направлении необходимы самые решительные реформы, и, прежде всего, реформа судебной системы.

Кроме того, судебные процессы, происходящие по делам конфликтов между акционерами, между акционерами и предприятием или его менеджментом, должны подлежать общественной огласке. Например, ФКЦБ России могло бы это осуществлять через свою систему раскрытия информации.

5. Законодательное установление необходимости выплаты дивидендов. В настоящее время в соответствии с отечественным законодательством у предприятий – акционерных обществ нет обязанности выплачивать какие-либо дивиденды.

Однако ввиду того, что мелкие акционеры предприятий второй группы часто не получают никаких доходов на свои вложения и при этом не имеют возможности принятия каких-либо мер к изменению данной ситуации (ввиду отсутствия рынка для своих ценных бумаг и недостатка прав контроля), законодательное установление необходимости дивидендных платежей позволит,

во-первых, несколько снизить трансакционные издержки акционеров,

во-вторых, отчасти решить указанную проблему получения доходов,

в-третьих, оценивать акции исходя из их способности генерировать реальные денежные потоки (дивиденды), а не потенциальные (прибыль) (последние невозможно реализовать ввиду отсутствия ликвидного рынка).

Снижение трансакционных издержек возникает по причине того, что при выплате дивидендов в распоряжении менеджмента предприятия остается меньше средств, которые могут быть ими использованы на цели, не соответствующие интересам акционеров. Как сказано в работе Р. Ла Порта, Ф. Лопеса-де-Силанеса, А. Шлейфера и Р. Вишны, «дивиденды (соловей в руке) лучше, чем полученная и реинвестированная

предприятием прибыль (журавль в небе), поскольку последняя может никогда не материализоваться в будущие дивиденды…»[138].

Обязательство выплаты дивидендов, как правило, устанавливается законом в виде процента от декларированной предприятием чистой прибыли. Такая норма существует в ряде стран. Например, в Бразилии, Колумбии, Эквадоре предприятия должны направлять на дивиденды не менее 50% чистой прибыли, в Греции – не менее 35%, в Чили – не менее 30%, в Уругвае – не менее 20%.[139]

Хотя в России, где занижение прибыли в отчетности является обычным средством ухода от налогообложения, данная мера может оказаться не столь эффективной, тем не менее, по мере снижения объемов теневой экономики размер средств, направляемых предприятиями на дивиденды, может возрасти.

6. Политика привлечения дополнительных денежных ресурсов должна также учитывать необходимость снижения трансакционных издержек. Выше нами были проанализированы два типичных примера российских предприятий, из которых первый пример является, по сути, предприятием второй группы. В ходе анализа было установлено, что для такого предприятия наиболее предпочтительным является выпуск обыкновенных акций по закрытой подписке, поскольку это ведет к увеличению концентрации собственности.

Завершая рассмотрение рекомендаций по предприятиям второй группы, необходимо отметить, что рекомендации, указанные в пп. 3-5, могут быть применены также по отношению к иным группам предприятий – акционерных обществ.

---

[138] La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. Agency Problems and Dividend Policies Around the World: Working paper / Harvard University. – Harvard University, 1999.
[139] La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W. Law and Finance // Journal of Political Economy. – 1998. – № 106. – pp. 1113-1155.

Рекомендации в отношении предприятий третьей группы

Для предприятий третьей группы вопрос выхода на рынок ценных бумаг (то есть осуществления публичного размещения ценных бумаг и получения листинга на организованном рынке) является принципиальным выбором пути дальнейшего развития предприятия.

Если предприятие из данной группы решится на такой шаг, то перед ним встанет проблема снижения трансакционных издержек инвесторов и обретения репутации перспективного и надежного эмитента.

Было бы чрезвычайно большим упущением предприятиям дожидаться того, когда государство осуществит те меры, о которых шла речь выше, для повышения привлекательности корпоративных ценных бумаг (то есть совершенствует защиту прав инвесторов, раскрытие информации, поднимет уровень эффективности применения законодательства). Даже в сегодняшней ситуации предприятие может достичь успехов в привлечении денежных ресурсов на российском рынке ценных бумаг.

В деле продвижения ценных бумаг на рынок предприятие должно принимать во внимание факторы – сигналы, которые производят благоприятные ожидания инвесторов относительно трансакционных издержек, сопутствующих владению ценными бумагами, а именно:

- наличие крупных собственников;
- существование ликвидного рынка ценных бумаг и качество раскрытия информации;
- длительные отношения с банком или иным крупным кредитором.

Указанные факторы – сигналы в той или иной степени находятся во власти предприятия, поэтому перед тем, как выходить на фондовый рынок с ценными бумагами необходимо

- оценить уровень трансакционных издержек для потенциальных инвесторов (например, по предложенной в настоящей работе методике);

- определить возможности по успешному размещению ценных бумаг предприятия, выработав оптимальные с позиций минимизации трансакционных издержек решения по эмиссии;
- и, в случае, если даже оптимальное решение не позволит снизить на приемлемый уровень трансакционные издержки, отложить эмиссию на более поздний срок и предпринять действия, направленные на снижение данных издержек, а именно – действий, приводящих к увеличению концентрации собственности, повышению качества раскрытия информации или к усилению роли кредиторов в мониторинге предприятия.

Увеличение концентрации собственности и усиление мониторинга кредиторов являются частным решением предприятия, на выбор которого влияют не только обстоятельства, связанные с необходимостью снижения трансакционных издержек, но и другие – например, текущая структура собственности, финансовое положение.

Здесь только отметим, что бóльшим успехом будут пользоваться ценные бумаги тех предприятий, которые имеют концентрированную собственность и до выхода на фондовый рынок и пользовались долгосрочным банковским кредитованием. Например, теория последовательного финансирования Майерса и Мажлуфа указывает на необходимость в последовательной смене предприятием приоритетов в источниках привлечения денежных ресурсов, т.е. на начальном этапе деятельности – внутренние источники (прибыль, амортизация, перераспределение активов), затем – заемный капитал (банковское кредитование, эмиссия облигаций) и только уже в последнюю очередь – выпуск акций.[140]

В части раскрытия информации и защиты прав инвесторов также многое зависит от самого предприятия.

Например, предприятие может осуществлять раскрытие информации не только в законодательно установленном порядке, объеме и сроки, но и разработать собствен

[140] Myers S.C., Majluf N. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Investors Do Not Have // Journal of Financial Economics. – 1984. – No. 13. – pp. 187-221.

ную политику отношений с инвесторами, направленную на повышение качество раскрытия информации (встречи с акционерами, представителями профессиональных участников рынка, переписка и т.д.). Вкупе с добровольным следованием более строгим нормам корпоративного управления это создаст хорошую репутацию предприятию, что обеспечит успешность осуществления эмиссии ценных бумаг.

Заключение

1. Целью настоящей работы явилась разработка механизма выявления и оценки трансакционных издержек инвесторов, возникающих как следствие конфликтов интересов в процессе корпоративного управления предприятием, и учету данных издержек при принятии решений по эмиссии ценных бумаг.

2. В работе мы определили состав экономических агентов, чьи взаимоотношения и конфликты интересов важны по причине их влияния на трансакционные издержки инвесторов. Данными агентами являются: менеджер предприятия, крупные и мелкие акционеры, кредиторы – владельцы облигаций. Однако нас интересуют они не сами по себе, а их взаимоотношения, конфликтность их интересов и влияние конфликтов на уровень трансакционных издержек, связанный с инвестированием в ценные бумаги предприятия. Трансакционные издержки – это различного рода экономические потери в виде прямых убытков, недополученной прибыли, причинами которых являются вышеназванные конфликты интересов. Экономическими агентами, которые несут данные издержки, являются инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги предприятия. В работе мы ограничили круг инвесторов кредиторами – владельцах облигаций и мелкими акционерами.

3. Поскольку мелкие акционеры и кредиторы – владельцы облигаций действуют в условиях их ограниченных способностей к принятию наиболее рациональных решений по причине отсутствия у них полной информации и невозможности использовать весь объем своих интеллектуальных возможностей, они не способны точно оценить объем трансакционных издержек, связанных с владением ценными бумагами. Вследствие этого нами был использован рейтинговый подход, дающий относительную оценку уровня трансакционных издержек на основе анализа факторов – сигналов, сопоставляя на их основе ценные бумаги различных видов и различных эмитентов.

4. С целью количественного измерения рейтингов трансакционных издержек были выделены следующие факторы – сигналы:

<u>для определения трансакционных издержек мелких акционеров:</u>

- *факторы – сигналы первой группы:* защита прав и интересов мелких акционеров в законодательстве; эффективность правоприменения; качество раскрытия информации;
- *факторы – сигналы второй группы:* доля генерального директора; концентрация собственности;
- *фактор – сигнал третьей группы:* мониторинг банков и прочих кредиторов.

<u>для определения трансакционных издержек кредиторов – владельцев облигаций:</u>

- *факторы – сигналы защиты прав и интересов кредиторов в законодательстве; эффективности правоприменения.*

В ходе проведения статистических исследований на основе регрессионного анализа было установлено наличие связи между отдельными факторами – сигналами и показателями эффективности деятельности предприятия (для факторов – сигналов микросреды) или капитализации рынка ценных бумаг (для факторов – сигналов макросреды), из чего был сделан вывод о том, что данные факторы – сигналы могут свидетельствовать об уровне трансакционных издержек инвесторов. Исключением явился фактор – сигнал третьей группы (мониторинг банков и прочих кредиторов): по данному фактору – сигналу не выявлена надежная связь с эффективностью деятельности предприятия.

5. По итогам исследований была сконструирована методика, которая позволяет предприятию сравнительно легко и оперативно оценить рейтинг трансакционных издержек мелких акционеров и кредиторов – владельцев облигаций, и рассчитать прогнозные значения данного рейтинга при принятии тех или иных решений по эмиссии ценных бумаг.

Если руководствоваться данной методикой, то одной из задач эмитента при выпуске ценных бумаг является принятие тех решений по эмиссии, которые бы отвечали не только финансовым и иным потребностям предприятия, но и, по крайней мере, не способствовали бы увеличению трансакционных издержек инвесторов.

6. В работе даны практические рекомендации по снижению трансакционных издержек инвесторов как залоге повышения интенсивности использования фондового рынка как механизма привлечения денежных ресурсов.

В работе были выявлены российские проблемы, связанные с трансакционными издержками мелких акционеров и кредиторов – владельцев облигаций. Было установлено, что в нашей стране ни один из механизмов, призванных ограничивать трансакционные издержки (концентрация собственности, раскрытие информации, защита прав и интересов инвесторов законодательством, мониторинг со стороны банков и прочих кредиторов), не развит (или, по крайней мере, не достаточно развит). Современная ситуация характеризуется одновременно как слабым уровнем защиты прав и интересов инвесторов законодательством (особенно, в части эффективности правоприменения), неразвитостью рынка для ценных бумаг большинства отечественных предприятий (как следствия), несовершенством практики раскрытия информации, ограниченностью мониторинга кредиторов, а также относительно дисперсной собственностью (главным образом, у приватизированных предприятий).

Предложенные в работе рекомендации касаются необходимости как на уровне государства, так и на уровне отдельного предприятия осуществлять меры, направленные на снижение трансакционных издержек инвесторов.

7. В заключение необходимо указать на те аспекты изучаемых проблем, которые не были достаточно проработаны в настоящей работе и которые требуют дополнительного изучения.

Во-первых, не был осуществлен исчерпывающий анализ конфликтов интересов между акционерами и кредиторами. Причиной тому явилось отсутствие статистического материала. Надо полагать, что с увеличением практики привлечения денежных

ресурсов российскими предприятиями на рынке ценных бумаг, можно будет произвести исследование данного конфликта и включить его оценку в разработанную в настоящей работе методику.

Во-вторых, с развитием практики долгосрочного кредитования предприятий (банками, инвесторами – покупателями корпоративных облигаций) в нашей стране можно будет повторно осуществить оценку фактора – сигнала мониторинга банков и прочих кредиторов как составного критерия уровня трансакционных издержек инвесторов.

В-третьих, с увеличением количества ценных бумаг предприятий, обращающихся на рынке, можно будет в качестве критерия эффективности деятельности предприятия использовать не только показатели рентабельности, примененные в настоящей работе, а и коэффициент q Тобина. Это позволит измерять влияние трансакционных издержек инвесторов на рыночную оценку ценных бумаг напрямую, и, соответственно, улучшить качество принимаемых решений по эмиссии.

В-четвертых, в данной работе недостает более полного анализа сочетания действия факторов – сигналов при расчете рейтингов трансакционных издержек инвесторов. Как отмечалось, для этого мы использовали аналитические оценки. Однако необходимо отметить, что для более точного учета факторов – сигналов необходимо собрать чрезвычайно объемный пласт информации о множестве предприятий в ряде стран для формирования статистически значимой выборки.

Список использованной литературы

1. Гражданский кодекс Российской Федерации. Часть первая: Принят Государственной Думой 21.10.94г.; Утвержден Указом Президента Российской Федерации от 30.11.94г. № 51-ФЗ // Консультант Плюс

2. Федеральный закон Российской Федерации Об акционерных обществах: Принят Государственной Думой 24.11.95г.; Утвержден Указом Президента Российской Федерации от 26.12.95г. № 208-ФЗ // Консультант Плюс

3. Федеральный закон Российской Федерации О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг: Принят Государственной Думой 12.02.99г.; Утвержден Указом Президента Российской Федерации от 05.03.99г. № 46-ФЗ // Консультант Плюс

4. Федеральный закон Российской Федерации О несостоятельности (банкротстве): Принят Государственной Думой 10.12.97г.; Утвержден Указом Президента Российской Федерации от 08.01.98г. № 6-ФЗ // Консультант Плюс

5. Федеральный закон Российской Федерации О рынке ценных бумаг: Принят Государственной Думой 20.03.96г.; Утвержден Указом Президента Российской Федерации от 22.04.96г. № 39-ФЗ // Консультант Плюс

6. Об утверждении положения о ежеквартальном отчете эмитента эмиссионных ценных бумаг: Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг России от 11.08.98г. № 31 // Консультант Плюс

7. Об утверждении стандартов эмиссии акций при учреждении акционерных обществ, дополнительных акций, облигаций и их проспектов эмиссии: Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг России от 17.09.96г. № 19 (в редакции постановлений Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг России от 12.02.97 №8, от 04.03.97 № 11, от 06.10.97 № 29, от 31.12.97 № 45, от 20.04.98 № 9, от 11.11.98 № 47) // Консультант Плюс

8. Абрамов А. Корпоративные облигации – инструмент финансирования реальной экономики // Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 12. – С. 18-22

9. Авансцена // Эксперт. – 2000. – № 21 (232)

10. Акерлоф Дж. Рынок «лимонов»: неопределенность качества и рыночный механизм // THESIS. – 1994. – № 5. – С. 91-104

11. Битва за кобальтовую сетку // Эксперт. – 1999. – № 11 (174)

12. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. – М.: Олимп-Бизнес, 1997. – 1120с.

13. Бутрин Д. Неуправляемый управляющий // Деньги. – 2000. – 16 августа

14. Витрянский В. Новое законодательство о несостоятельности (банкротстве) // Хозяйство и право. – 1998. – № 3

15. Галкин И.В., Комов А.В., Сизов Ю.С., Чижов С.Д. Фондовые рынки США и России: становление и регулирование. – М.: Экономика, 1998. – 222с.

16. Гарнер Д., Конвей Р., Оуэн Р. Привлечение капитала: Пособия Эрнст энд Янг. – М.: Джон Уайли энд Санз, 1995. – 464с.

17. Годовой отчет ФКЦБ России за 1997 год

18. Голубков Д. Особенности корпоративного управления в России: инвестиционный кризис и практика оффшорных операций. – М.: Издательский дом «Альпина», 1999. – 272 с.

19. Капелюшников Р.И. Категория трансакционных издержек // Как это делается: финансовые, социальные и информационные технологии: Сб. научн. ст. / Институт коммерческой инженерии. – М.:ИКИ, 1994

20. Капелюшников Р.И. Крупнейшие и доминирующие собственники в российской промышленности // Вопросы экономики. – 2000. – № 1

21. Капков А. Для кого законы пишутся // Журнал для акционеров. – 2000. – № 1

22. Клейнер Г. Управление корпоративными предприятиями в переходной экономике // Вопросы экономики. – 1999. – № 8

23. Клепач А., Кузнецов П., Крючкова П. Корпоративное управление в России в 1995-1996 годах (от предприятия советского типа к фирме, контролируемой менеджерами) // Вопросы экономики. – 1996. – № 12

24. Ковалев В.В., Патров В.В. Как читать баланс. – М: Финансы и статистика, 2000. – 448с.: ил.

25. Корпоративная борьба – борьба за контроль в АО // Рынок ценных бумаг. – 1999. – № 4

26. Корпоративное управление в переходных экономиках: Инсайдерский контроль и роль банков / Под ред. Масахико Аоки и Хьюнг Ки Кима. – СПб.: Лениздат, 1997. – 558 с.

27. Корпоративное управление. Владельцы, директора и наемные работники акционерного общества. Пер. с англ. – М.: Джон Уэйли энд Санз, 1996. -- 240 с.

28. Коуз Р. Фирма, рынок и право. – М.: Дело, 1993

29. Лосев С.В. Совершенствование практики раскрытия информации // ЭЖ-Юрист. – 2000, Октябрь. – № 43 (143). – С. 2

30. Лосев С.В. Организация выпуска ипотечных облигаций в России // Рынок ценных бумаг. – 1999. – № 19. – С. 71-73

31. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок: Профессиональный курс в Финансовой академии при Правительстве РФ. – М.: Перспектива, 1995. – 536с.

32. Миркин Я.М. Как структура собственности определяет фондовый рынок? // Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 1. – С. 13-15

33. Миркин Я.М., Лосев С.В. Защита инвесторов: границы возможного и новые идеи // Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 22. – С. 43-47

34. Не говори ГОК, пока не перескочишь // Эксперт. – 1996. – № 8 (27)

35. Олейник А.Н. Институциональная экономика. – М.: Инфра-М, 2000. – 416с.

36. Постатейный комментарий к Федеральному закону «О несостоятельности (банкротстве)» / Под общ. ред. В.В. Витрянского. – М.: Статут, 1998

37. Предпродажная подготовка // Эксперт. Урал. – 2000. – № 7

38. Радыгин А., Мальгинов Г.Н. Анализ проблем и рекомендации по защите прав акционеров (инвесторов): Отчет по гранту US AID № 19. – М.:ИЭПП, 1999

39. Радыгин А.Д., Энтов Р.М. Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль рынок ценных бумаг: Научные труды №12Р. – М.:ИЭПП, 1999

40. Рамашастри А. Реформа законодательства о банкротстве: последние исследования тенденций и процессов // Право на этапе перехода: Бюллетень Европейского банка реконструкции и развития по вопросам юридического сотрудничества и профессиональной подготовки. – 1998, Весна. – С. 7-13

41. Рамашастри А., Славова С., Бернстайн Д. Восприятие корпоративного управления рынком – результаты обзора, проведенного ЕБРР // Право на этапе перехода: Углубляя правовую реформу. – 1999, Осень. – С. 37-46

42. Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования. Профессиональный курс в Финансовой академии при Правительстве Российской Федерации. – М.: Инфра-М, 1996. – 304с.

43. Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. – М.: Финансовая академия, 2000. – 312с.

44. Саймон Г.А. Теория принятия решений в экономической теории и науке о поведении // Теория фирмы / Под ред. В.М. Гальперина. – СПб.: Экономическая школа, 1995

45. Сизов Ю.С. Формирование системы государственного регулирования рынка ценных бумаг в России. Московский опыт. – М.: Планета 2000, 1999. – 290с.

46. Стиглер Д. Экономическая теория информации // Теория фирмы / Под ред. В.М. Гальперина. – СПб.: Экономическая школа, 1995

47. Технология абсолютной власти // Эксперт. – 1999. – № 23 (186)

48. Уильямсон О. И. Экономические институты капитализма: фирмы, рынки, «отношенческая контрактация». – СПб.: Лениздат, 1996. – 474с.

49. Уймите Марью Ивановну! // Эксперт. – 2000. – № 39 (251)

50. Фельдман А. Б. Управление корпоративным капиталом. – М.: Финансовая академия, 1999. – 204с.

51. Храброва И.А. Корпоративное управление: вопросы интеграции. Аффилированные лица, организационное проектирование, интеграционная динамика. – М.: ИД Альпина, 2000

52. Целлюлозо-водочная комбинация // Эксперт. – 2000. – № 40 (203)

53. Цухло С. Спросовые ориентиры и инвестиционные предпочтения российских предприятий // Индикатор. – 1999. – № 12

54. Чиркова Е.В. Действуют ли менеджеры в интересах акционеров? Корпоративные финансы в условиях неопределенности. – М.: Олимп-Бизнес, 1999

55. Энтов Р., Радыгин А., Мау В. и др. Развитие российского финансового рынка и новые инструменты привлечения инвестиций. – М.:ИЭПП АНХ РАН, 1998

56. Энтов Р., Радыгин А. Структура собственности и проблемы корпоративного контроля в российской экономике: Отчет по гранту US AID. Тема № 20. – М.:ИЭПП, 1999

57. Эрроу К. Возможности и пределы рынка как механизма распределения ресурсов // THESIS. – 1993. – Том 1, Вып. 1

58. Эскиндаров М.А. Развитие корпоративных отношений в современной российской экономике. – М.: Республика, 1999

59. Эскиндаров М.А. Особенности становления российских корпораций на современном этапе // Развитие корпоративных структур в современной экономике России. Доклады и выступления участников «круглого стола» (ноябрь 1999г.). Часть 1. – М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2000

60. 2000 World Development Indicators. – NY: World Bank, 2000

61. Act on the Prospectus for Securities Offered for Sale (Prospectus Act) // Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BAWe), Germany

62. Admati A.R., Pfleiderer P. Forcing Firms to Talk: Financial Disclosure Regulation and Externalities: Working paper / Stanford University. – Stanford: Stanford University, 1998

63. Alchian, A.A., Demsetz H. Production, Information Costs, and Economic Organization // American Economic Review. – 1972. – LXII, No. 5. – pp. 777-795

64. Allen F., Gale D. Corporate Governance and Competition: Working paper / University of Pennsylvania: The Wharton School, Financial Institutions Center. – Philadelphia: University of Pennsylvania, 1999

65. Anderson R.W., Sundaresan S. Design and Valuation of Debt Contracts // The Review of Financial Studies. – 1996, Spring. – Vol. 9, No. 1. – pp. 37–68

66. Ang James S., Cole Rebel A., Lin James W. Agency Costs and Ownership Structure: Working paper / Florida State University. – Florida State University

67. A Practical Guide to Investor Relations. London Stock Exchange. – London: LSE, 2000

68. A Practical Guide to Listing on the London Stock Exchange. – London: LSE, 1999

69. Barclay, M. J., Smith C. W. The Maturity Structure of Corporate Debt // Journal of Finance. – 1995. – № 50. – pp. 609-632

70. Berle A., Means G. The Modern Corporation and Private Property. – NY: World Inc., 1932

71. Booth L. What Drives Shareholder Value? Working paper / University of Toronto: Rotman School of Management. – Toronto: University of Toronto, 1998

72. Booth L., Aivazian V., Demirguc-Kunt A., Maksimovic V. Capital Structures in Developing Countries: Working paper / University of Toronto: Rotman School of Management. – Toronto: University of Toronto, 2000

73. Corporate Governance in Europe. Working Report № 12 of a CEPS Working Party / Centre for European Policy Studies. – Brussels: CEPS, 1995.

74. Datta S., Iskandar-Datta M., Patel A. Some Evidence on the Uniqueness of Initial Public Debt Offering: Working paper / Bentley College. – Bentley College, 1998

75. Dennis S.A., Mullineaux D.J. Syndicated Loans: Working paper / California State University at Fullerton. – Fullerton: California State University at Fullerton, 1998

76. Diamond Douglas W. Financial Intermediation and Delegated Monitoring // Review of Economic Studies. – 1984. – No. 51. – pp. 393-414

77. Easterbrook F. Two Agency-Cost Explanations of Dividends // American Economic Review. – 1984. – № 74. – pp. 650-659

78. Eckbo B.E., Masulis R.W. Adverse Selection and the Rights Offer Paradox // Journal of Financial Economics. – 1992. – № 32. – pp. 293-332

79. Edwards J., Nibler M. Corporate Governance in Germany: The Influence of Banks and Large Equity-Holders: Working paper / University of Cambridge. – Cambridge: University of Cambridge, 1999

80. Fama Eugene F., Jensen Michael C. Agency Problems and Residual Claims // Journal of Law & Economics. – 1983. – Vol. XXVI

81. Fama Eugene F., Jensen Michael C. Separation of Ownership and Control // Journal of Law and Economics. – 1983. – Vol. XXVI

82. Franks, J.R., Mayer C. Corporate Control: A Synthesis of the International Evidence: Working Paper / London Business School. – London: LBS, 1992

83. Galai D., Masulis R. The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock // Journal of Financial Economics. – 1976. – № 3. – pp. 53-81

84. Geiger U. The Case for the Harmonization of Securities Disclosure Rules in the Global Market: Working paper / Columbia University. – NY: Columbia University, 1998

85. German Regulation Concerning the Admission of Securities to Official Listing on a Stock Exchange (Stock Exchange Admission Regulation): dated 15.04.87 // Morgan, Lewis & Bockius LLP

86. Going Public Guide // Vision & money. – 1999. – Special issue.

87. Going Public: The Nasdaq Stock Market. – NY: NASDAQ, 1999

88. Gomes A. Going Public with Asymmetric Information, Agency Costs and Dynamic Trading: Working Paper / University of Pennsylvania: The Wharton School, Finance Department. – Philadelphia: University of Pennsylvania, 1997

89. Gordon M. J. Towards a Theory of Financial Distress // Journal of Finance. – 1971, May. – № 26. – pp. 347-356

90. Gorton G., Schmid F.A. Universal Banking and the Performance of German Firms: Working paper No. 5453 / National Bureau of Economic Research. – Cambridge, MA: NBER, 1996

91. Grossman S., Hart O. Takeovers Bids, the Free Rider Problems and the Theory of the Corporation // Bell Journal of Economics. – 1980. – № 11. – pp. 42-69

92. Harris M., Raviv A. The Theory of Optimal Capital Structure // Journal of Finance. – 1991. – № 44. – pp. 297-355

93. Himmelberg C. P., Hubbard R. G. Understanding The Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance: Working paper No. 7209 / National Bureau of Economic Research. – Cambridge, MA: NBER, 1999

94. Hoshi T., Kashyap A., Scharfstein D. The Choice between Public and Private Debt: an Analysis of Post-Deregulation Corporate Financing in Japan: Working paper No. 4421 / National Bureau of Economic Research. – Cambridge, MA: NBER, 1993

95. Insider Trading Prohibitions and Ad hoc Disclosure Pursuant to the German Securities Trading Act (Wertpapierhandelsgesetz, WpHG). 2nd Edition. – Frankfurt/Mein: Deutsche Börse AG, 1998

96. James C. Some Evidence on the Uniqueness of Bank Loans // Journal of Financial Economics. – 1987. – No. 19. – pp. 217-235

97. Jensen Michael C. Agency Costs of Free Cash Flows, Corporate Finance and Takeovers // American Economic Review. –1986. – Vol. 76, No. 2. – pp. 323-329

98. Jensen Michael C., Meckling William H. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure // Journal of Financial Economics. – 1976. – Vol. 3, No. 4. – pp. 305-360

99. Johnson S., McMillan J., Woodruff C. Contract enforcement in transition: Working paper No. 45 / European Bank for Reconstruction and Development. – EBRD, 1999

100. Krishnaswami S., Spindt P.A., Subramaniam V. Information Asymmetry, Monitoring, and the Placement Structure of Corporate Debt: Working paper / University of New Orleans. – New Orleans: University of New Orleans, 1998

101. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W. Agency Problems and Dividend Policies Around the World: Working paper / Harvard University. – Harvard University, 1999

102. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W. Corporate Ownership around the World: Working paper / Harvard University. – Harvard University, 1998

103. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W. Law and Finance // Journal of Political Economy. – 1998. – № 106. – pp. 1113-1155

104. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W. Investor Protection: Origins, Consequences, Reform: Working paper / National Bureau of Economic Research. – Cambridge, MA: NBER, 1999

105. Leland H. E. Agency Costs, Risk Management, and Capital Structure: Working paper / University of California: Haas School of Business. – Berkley: University of California, 1998

106. Lummer S., McConnell J. Further Evidence on the Bank Lending Process and the Capital-market Response to Bank Loan Agreements // Journal of Financial Economics. – 1989. – No. 25. – pp. 99-122

107. Maug E. Large Shareholders as Monitors: Is There a Trade-off between Liquidity and Control? Working paper / Duke University. – Durham , NC: Duke University, 1997

108. Muus Christian K. Non-voting shares in France: An empirical analysis of the voting premium: Working paper / Johann Wolfgang Goethe University. – Frankfurt: Johann Wolfgang Goethe University, 1998

109. Mayer C. Corporate Governance, Competition and Performance: Working paper No. 164 / Organization for Economic Cooperation And Development. – Paris: OECD, 1996

110. Myers S.C. Determinants of Corporate Borrowing // Journal of Financial Economics. – 1977. – № 5. – pp. 147-175

111. Myers S.C. Capital Structure Puzzle: Working paper № 1393 / National Bureau of Economic Research. – Cambridge, MA: NBER, 1984

112. Myers S.C., Majluf N. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Investors Do not Have // Journal of Financial Economics. – 1984. – No. 13. – pp. 187-221

113. OECD Principles of Corporate Governance / Ad Hoc Task Force on Corporate Governance. – Paris: OECD, 1999

114. Pagano M.F., Panetta F., Zingales L. Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis: Working paper / University of Chicago: Graduate School of Business. – Chicago: University of Chicago, 1995

115. Rajan R.G. Insiders and Outsiders: the Choice between Informed and Arm's-length Debt: Working paper / University of Chicago: Graduate School of Business. – Chicago: University of Chicago, 1991

116. Rajan R.G., Zingales L. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data: Working paper / University of Chicago: Graduate School of Business. – Chicago: University of Chicago, 1994

117. Ross S. The Economic Theory of Agency: The Principal Problem // American Economic Review. – 1973. – Vol. 63. – pp. 134-139

118. Ross S. On the Economic Theory of Agency and the Principle of Similarity // Essays in Economic Behavior Under Uncertainty. – Amsterdam: North Holland Publishing Co., 1975

119. SEC Annual Report of 1997

120. Securities Trading Act (Gesetz über den Wertpapierhandel/Wertpapierhandelsgesetz - WpHG) // Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BAWe), Germany

121. Shleifer A., Vishny R.W. A Survey of Corporate Governance // Journal of Finance. – 1997. – № 52. – pp. 737-783

122. Spence A. Market Signaling: Information Transfer in Hiring and Related Processes. – Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1973

123. Stohs M., Mauer D. The Determinants of Corporate Debt Maturity Structure // Journal of Business. – 1996. – No. 69. – pp. 279-312.

124. Turnbull S., Hilton S. Stakeholder Cooperation // Journal of Co-operative Studies. – 1997. – Vol. 29, No. 3.

125. Zingales L. The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience // The Review of Financial Studies. – 1994. – № 7. – pp. 125-148

126. Zingales L. What Determines the Value of Corporate Votes? // Quarterly Journal of Economics. – 1995. – Vol. CX. – pp. 1075-1110

127. Zingales L. Corporate Governance: Working paper / University of Chicago: Graduate School of Business. – Chicago: University of Chicago, 1997

Сокращения, используемые в работе

Закон об акционерных обществах – Федеральный закон Российской Федерации Об акционерных обществах: Принят Государственной Думой 24.11.95г.; Утвержден Указом Президента Российской Федерации от 26.12.95г. № 208-ФЗ // Консультант Плюс

Закон о защите прав и законных интересов инвесторов – Федеральный закон Российской Федерации О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг: Принят Государственной Думой 12.02.99г.; Утвержден Указом Президента Российской Федерации от 05.03.99г. № 46-ФЗ // Консультант Плюс

Закон о несостоятельности (банкротстве) – Федеральный закон Российской Федерации О несостоятельности (банкротстве): Принят Государственной Думой 10.12.97г.; Утвержден Указом Президента Российской Федерации от 08.01.98г. № 6-ФЗ // Консультант Плюс

Закон о рынке ценных бумаг – Федеральный закон Российской Федерации О рынке ценных бумаг: Принят Государственной Думой 20.03.96г.; Утвержден Указом Президента Российской Федерации от 22.04.96г. № 39-ФЗ // Консультант Плюс

Приложения

Приложение 1.

Краткая справка по теории трансакционных издержек

Неоклассическая экономическая теория утверждает, что поведение экономических агентов направлено на максимизацию полезности. По причине того, что данная теория постулирует прямую зависимость полезности от прибыли, получаемой субъектом, можно сделать вывод о целевой функции субъектов как о максимизации прибыли. Однако неоклассическая теория описывает поведение субъектов в очень упрощенных условиях:

1. все ресурсы полностью распределены и находятся в частной собственности;
2. субъекты экономических отношений действуют исходя исключительно из соображений денежной выгоды;
3. их предпочтения стабильны;
4. не существует трансакционных издержек, в том числе:
    - информационных, то есть все экономические субъекты имеют одинаковый доступ к информации;
    - издержек по составлению и контролю за исполнением контрактов, следовательно, все контракты полностью прописаны и безукоризненно исполняются, и агенты действуют исключительно в интересах принципалов.

С точки зрения такой теории реальное экономическое поведение представляется, по крайней мере, частично, иррациональным, соответственно, нужны дополнительные гипотезы, чтобы привязать теорию к феноменам реального мира.[141]

Кроме того, представители современного направления в теории фирмы заявляют, что то, что называлось теорией фирмы, являлось на самом деле не чем иным, как тео

[141] Чиркова Е.В. Действуют ли менеджеры в интересах акционеров. - М.: Олимп-Бизнес, 1999, С. 18

рией рынков, на котором действовали фирмы. При этом внутренняя среда фирмы практически не рассматривалась – она оставалась «черным ящиком» для исследователя.[142]

Многие современные направления экономической науки так или иначе вытекают из ослабления четвертого условия – отсутствия трансакционных издержек.

Понятие *трансакционных издержек* впервые было введено Р. Коузом[143]. Оно является максимально широким: в издержки включены и затраты времени, и издержки на получение информации – *все прямые и косвенные затраты, которые несут субъекты при составлении контракта и его исполнении (в том числе контроле за исполнением)*. Соответственно, *критерием, определяющим поведение экономических субъектов в рамках данного подхода, является* ***минимизация трансакционных издержек***.

О. Уильямсон в работе «Экономические институты капитализма: фирмы, рынки, «отношенческая контрактация»[144] определяет круг экономических отношений (контрактации), которые необходимо изучать с позиций теории трансакционных издержек. К нему относятся отношения, которые характеризуются:

- **наличием оппортунизма экономических субъектов**, то есть стремлением, прежде всего, максимизировать собственную (личную) выгоду;
- **специфичностью предмета контракта**. Под данным условием понимается ситуация, когда ценность предмета контракта выше для лица, заключившего договор, нежели для рынка в целом. Это свойственно несерийным товарам, индивидуальным разработкам и т.п. В случае специфичности предмета контракта контрагентам (или одному из них) невозможно отказаться от дальней

[142] Jensen Michael C., Meckling William H. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure // Journal of Financial Economics. – 1976. – Vol. 3, No. 4. – pp. 305-360.
[143] См. Коуз Р. Фирма, рынок и право. – М.: 1993.
[144] Уильямсон О. И. Экономические институты капитализма: фирмы, рынки, «отношенческая контрактация». – СПб.: Лениздат, 1996.

шего исполнения контракта без несения убытков. Такое обстоятельство препятствует экономическим агентам свободно отказываться от заключенной сделки при обнаружении фактов оппортунизма и стремления контрагента к нарушению условий контракта;

– **ограниченной рациональностью экономических агентов** из-за невозможности обладания полной информацией.

Основными направлениями в рамках данной теории являются изучение проблем, связанных с информационной асимметрией и агентскими издержками.

Информационная асимметрия и неправильный отбор. Сигналы

Информационные издержки являются одним из основных компонентов трансакционных издержек. Информация имеет стоимость, то есть прежде всего затратами на ее получение. В результате этого экономическому агенту может быть выгоднее обходиться неполной информацией, так как ее дополнительный объем, как правило, сопряжен с дополнительными издержками.

Однако затраты на получение информации у групп экономических агентов могут различаться, что создает возможность неравномерного распространения информации. Данная ситуация представляет собой ***информационную асимметрию.*** Это явление возникает при контрактных взаимоотношениях. Классический пример – продавец и покупатель товара. Первый осведомлен о качестве и истинной стоимости предмета сделки гораздо больше, чем последний. В сфере, описываемой в данной работе, – при эмиссии корпоративных ценных бумаг – информационная асимметрия возникает, например, между менеджером эмитента и инвестором.

Следствием информационной асимметрии является ***неблагоприятный отбор*** (*adverse selection*). Суть этого явления заключается в следующем. При наличии асимметрии покупатель имеет представление только о среднем качестве товара или услуги на рынке, вследствие чего продавцы товара или услуги высокого качества вынуждены

уходить с рынка, что ведет, в свою очередь, к дальнейшему снижению среднего уровня качества товара или услуги на рынке. Данный процесс может происходить до момента, когда на рынке останется только товар наихудшего качества, либо до полного исчезновения рынка.

Методом разрешения проблемы информационной асимметрии являются ***«сигналы»***. Сигналами называют определенные действия экономического агента – стороны по сделке, исходя из которых можно с достаточной вероятностью судить о ценности предмета сделки. Информационный эффект достигается тем, что сигналы могут быть осуществлены только экономическими агентами, предлагающими предмет сделки определенного качества, и данное обстоятельство известно контрагенту. Другие экономические агенты не могут подать такие сигналы по причине невыгодности или невозможности их осуществления. Примерами сигналов могут служить предоставляемые гарантии: субъект, продающий товар низкого качества не сможет предоставлять долгосрочную гарантию, так как издержки на гарантийное обслуживание сделают убыточным такие сделки. Примерами сигналов, характерных для рынка эмиссий могут служить обеспечение гарантиями третьих лиц и имуществом при выпуске долговых инструментов, раскрытие информации, наличие крупного собственника, заинтересованного в работе предприятия – эмитента.

Агентские отношения и издержки

Другим аспектом теории трансакционных издержек являются агентские отношения и связанные с ними издержки.

Агентскими отношениями М. Дженсен и В. Меклин в своей совместной работе назвали *контракт, в соответствие с которым один или несколько субъектов (прин*

ципалов) привлекают другого субъекта (агента) для осуществления определенных действий в их пользу с предоставлением права агента принимать решения[145].

Если обе стороны данных отношений имеют цель в максимизации собственной полезности, то есть все основания предполагать, что агент не всегда будет исполнять свои обязанности в свете лучших интересов принципала. Прочими причинами возникновения данной проблемы можно выделить:

1. Отсутствие полной материальной ответственности агента за результаты своих действий, из чего следует, что агент делит риск своей деятельности с принципалом;
2. Между агентом и принципалом существует информационная асимметрия в пользу агента, в результате чего принципал не может выделить в совокупном результате деятельности агента компоненту, ставшую непосредственным результатом работы агента;
3. Неполный контракт между агентом и принципалом[146].

Для повышения эффективности исполнения контракта агентом принципал может установить соответствующие стимулы для агента и установить контроль, неся соответствующие издержки – *издержки на мониторинг*. В некоторых ситуациях, агент, неся определенные издержки *(сопутствующие издержки)*, гарантирует принципалу, что не будет осуществлять действий против его интересов. В любом случае при агентском контракте издержки, связанные с эффективностью его исполнения, имеют положительную величину. Кроме того, данные издержки не обеспечивают абсолютного соответствия действий агента интересам принципала. Издержки связанные с данным несоответствием называются остаточными потерями (*residual loss*).

---

[145] Jensen Michael C., Meckling William H. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure // Journal of Financial Economics. – 1976. – Vol. 3, No. 4. – pp. 305-360.

[146] *Полный контракт* – это контракт, в котором описаны абсолютно все возможные действия агента и предусмотрены последствия указанных действий.

Таким образом, агентскими издержками признается стоимостная величина потерь, связанная с ненадлежащим исполнением агентского контракта, состоящая из издержек на мониторинг; сопутствующих издержек; остаточных потерь[147].

[147] Michael C. Jensen, William H. Meckling Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure // Journal of Financial Economics. – 1976. – Vol. 3, No. 4. – pp. 305-360.

Приложение 2.

Рынок «лимонов» как иллюстрация влияния информационной асимметрии на состояние рынка ценных бумаг

При публичном размещении ценных бумаг предприятием ее руководство, крупные акционеры и потенциальные инвесторы обладают неодинаковой по полноте и объему информацией о состоянии и перспективах предприятия. Осознавая данное положение, инвесторы будут дисконтировать стоимость ценных бумаг, размещаемых предприятием на величину риска, связанной с такой асимметрией. С данной идеей связана теория рынка «лимонов».

При последующем анализе необходимо сделать ряд допущений, не всегда существующих в реальности:

1. При анализе ситуаций, рынков действует принцип «при прочих равных условиях».

2. Как эмитенты, так и инвесторы имеют возможность без чрезмерных затрат переводить свою деятельность с одного рынка на другой.

3. Участники рынка не имеют дополнительных оснований, кроме упоминаемых, для выбора конкретного рынка (например, потому, что участник является резидентом страны, где функционирует данный рынок).

Отсутствие законодательно установленного требования к раскрытию информации в необходимом объеме приведет к тому, что опубликование информации и ее объем будет зависеть исключительно от воли эмитента. Однако, даже если некоторая часть эмитентов добровольно согласится на разглашение информации, не будет гарантии полноты и правдивости такой информации. Общему добровольному раскрытию информации будут препятствовать следующие факторы:

– наличие эффекта пользы для третьего лица. Раскрытие информации благоприятно не только для акционеров и инвесторов эмитента, но и конкурентов, которые могут использовать информацию для ослабления позиции конкурента, соответственно,

добровольное раскрытие информации может поставить предприятие в неравное положение с его конкурентами;

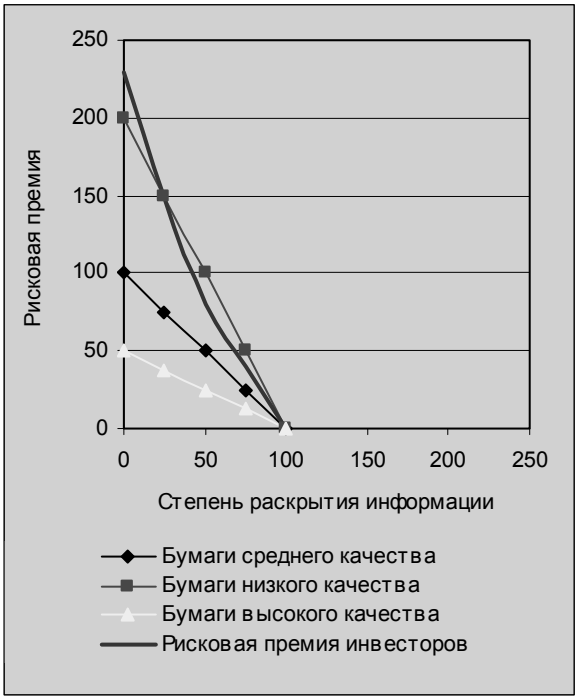
– руководство эмитента может воспрепятствовать эффективному раскрытию информации по причине того, что такое раскрытие может вскрыть недостаточную эффективность их деятельности по управлению;

– разработка оптимального формата раскрываемой информации будет дорогостоящей для отдельного эмитента.

Следовательно, информация на рынке будет неполной и дорогой, что сделает невозможным эффективное ценообразование из-за асимметричности распределения информации между эмитентами-продавцами и инвесторами-покупателями (эмитент всегда знает больше о своих ценных бумагах, чем инвесторы). Вследствие того, что информация об эмитентах ценных бумаг недоступна, соответственно, невозможно оценить риски, связанные с инвестициями в конкретные ценные бумаги. Это приведет к тому, что инвесторы будут оценивать ценные бумаги исходя из среднего качества (риска), свойственного ценным бумагам на рынке в целом. В этом случае эмитенты, предлагающие ценные бумаги качества выше среднего уровня, будут вынуждены уйти с рынка. Это, в свою очередь, приведет к снижению среднего качества ценные бумаг на рынке, и инвесторы снова вынуждены будут переоценить рисковую премию на ценные бумаги в сторону ее повышения. Такой процесс приведет к тому, что на рынке останутся только ценные бумаги самого низкого качества, то есть образуется рынок «лимонов» – рынок бумаг бросового качества.

График 1.

Зависимость рисковой премии от объема информации на рынке



Это явление иллюстрирует график 1. По оси абсцисс обозначены условные уровни раскрытия информации – от нуля (полное отсутствие информации) до 100 (раскрытие информации на некотором достаточном уровне), эти же значения соответствуют затратам эмитента на раскрытие информации: от 0 до 100. По оси ординат – условная рисковая премия как плата эмитента за отсутствие информации, исходя из которой оцениваются ценные бумаги. Причем некоторое значение уровня затрат на раскрытие информации равно в стоимостном выражении данному значению уровня рисковой премии, то есть для эмитента раскрытие информации на уровне 100 будет эквивалентно по затратам рисковой премии в 100 единиц. Теперь допустим, на рынке присутствуют ценные бумаги низкого, среднего и высокого качества. На графике области приемлемости размещения ценных бумаг эмитентов представлены в виде треугольников OAB_1, OAB_2, OAB_3. Эмитент бумаг среднего качества будет безразличен к раскрытию информации, если каждая дополнительная затрата на раскрытие информации будет покрываться как минимум эквивалентным снижением рисковой премии инве

сторов на его ценные бумаги (область OAB_2). Эмитент бумаг низкого качества будет склонен к сокрытию информации: для него снижение издержек на раскрытие информации может сопровождаться как максимум двукратным увеличением издержек на рисковую премию: инвесторы вряд ли высоко оценят такие бумаги при полном раскрытии информации (область OAB_3). Наконец, эмитент бумаг высокого качества заинтересован в раскрытии информации, так как это повысит ценность его ценных бумаг в глазах инвесторов. На данном графике также приведена линия поведения инвесторов в зависимости от уровня раскрытия информации на рынке. Данная линия, конечно, также условна. Характер кривизны этой линии отражает мнение автора о поведении инвесторов: со снижением осведомленности инвесторов рисковая премия должна превосходить в стоимостном выражении соответствующий уровень снижения затрат эмитента. Как видно из данного графика, инвесторы достаточно высоко ценят информацию, и запрашиваемая ими премия на ее отсутствие не может удовлетворить эмитентов бумаг высокого и среднего качества. Причем при полном отсутствии информации эмиссия перестает быть выгодной для эмитента бумаг низкого качества: в этом случае рынок попросту исчезает.

Таким образом, последствия рынка «лимонов» очевидны: в лучшем случае на данном рынке могут остаться только спекулятивно настроенные инвесторы, оборот ценных бумаг сократится и, соответственно, снизится ликвидность рынка.

Однако, при установлении чрезвычайно жестких условий регистрации выпусков ценных бумаг, эмитентов могут не устроить высокие издержки, связанные с раскрытием информации и при одинаковых прочих условиях они могут предпочесть рынки других стран.

Таким образом, информационная информация на финансовом рынке – достаточно сложная проблема, требующая усилий в решении как со стороны эмитентов, так и регулирующих органов.

Приложение 3.

Межстрановое сравнение форм защиты прав акционеров[148]

Страна	Один голос - одна акция	Доверенность по почте	Акции не блоки-руются	Кумулятивное голосование	Требование выкупа акций	Преимущест-венное право	%% для внеоче-редного собра-ния	Рейтинг уровня защиты прав акционеров в законодатель-стве
1	2	3	4	5	6	7	8	9
Австралия	0	1	1	0	1	0	0,05	4
Австрия	0	0	0	0	0	1	0,05	2
Аргентина	0	0	0	1	1	1	0,05	4
Бельгия	0	0	0	0	0	0	0,2	0
Бразилия	1	0	1	0	1	0	0,05	4
Великобритания	0	1	1	0	1	1	0,1	5
Венесуэла	0	0	1	0	0	0	0,2	1
Германия	0	0	0	0	0	0	0,05	1
Гонконг	0	1	1	0	1	1	0,1	5
Греция	1	0	0	0	0	1	0,05	3
Дания	0	0	1	0	0	0	0,1	2
Египет	0	0	1	0	0	0	0,1	2
Зимбабве	0	0	1	0	1	0	0,05	3
Израиль	0	0	1	0	1	0	0,1	3
Индия	0	0	1	1	1	1	0,1	5
Индонезия	0	0	1	0	0	0	0,1	2
Иордания	1	0	1	0	0	0	0,25	2
Ирландия	0	0	1	0	1	1	0,1	4
Испания	0	0	0	1	1	1	0,05	4
Италия	0	0	0	0	0	1	0,2	1
Канада	0	1	1	1	1	0	0,05	5

[148] Данные получены из работы La Porta, R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W. Law and Finance // Journal of Political Economy. – 1998. – № 106. – pp. 1113-1155.

Кения	0	0	1	0	1	0	0,1	3
Колумбия	0	0	1	1	0	1	0,25	3
Малайзия	1	0	1	0	1	1	0,1	5
Мексика	0	0	0	0	0	1	0,33	1
Нигерия	0	0	1	0	1	0	0,1	3
Нидерланды	0	0	0	0	0	1	0,1	2
Новая Зеландия	0	1	1	0	1	0	0,05	4
Норвегия	0	1	1	0	0	1	0,1	4
Пакистан	1	0	1	1	1	1	0,1	6
Перу	1	0	1	1	0	1	0,2	4
Португалия	0	0	1	0	0	1	0,05	3
Сингапур	1	0	1	0	1	1	0,1	5
США	0	1	1	1	1	0	0,1	5
Таиланд	0	0	1	1	0	0	0,2	2
Тайвань	0	0	0	1	1	0	0,03	3
Турция	0	0	1	0	0	0	0,1	2
Уругвай	1	0	0	0	1	1	0,2	3
Филиппины	0	0	1	1	1	0		4
Финляндия	0	0	1	0	0	1	0,1	3
Франция	0	1	0	0	0	1	0,1	3
Чили	1	0	1	1	1	1	0,1	6
Швейцария	0	0	0	0	0	1	0,1	2
Швеция	0	0	1	0	0	1	0,1	3
Шри Ланка	0	0	1	0	1	0	0,1	3
Эквадор	0	0	1	0	0	1	0,25	2
ЮАР	0	1	1	0	1	1	0,05	5
Южная Корея	1	0	0	0	1	0	0,05	3
Япония	1	0	1	1	1	0	0,03	5

Приложение 4.

Межстрановое сравнение форм защиты прав кредиторов[149]

Страна	Недопущение автоматической блокировки активов при принятии решения о реорганизации предприятия[150]	Кредиторы с обеспечением являются самыми первыми в очереди на активы предприятия	Существование ограничений на действия предприятия по реорганизации (необходимо уведомление или согласие кредиторов на реорганизацию)	При процедурах банкротства менеджмент отстраняется от руководства предприятием и назначается специальный управляющий	Рейтинг уровня защиты прав кредиторов в законодательстве
1	2	3	4	5	6
Австралия	0	1	0	0	1
Австрия	1	1	1	0	3
Аргентина	0	1	0	0	1
Бельгия	1	1	0	0	2
Бразилия	0	0	1	0	1
Великобритания	1	1	1	1	4
Германия	1	1	1	0	3
Гонконг	1	1	1	1	4
Греция	0	0	0	1	1
Дания	1	1	1	0	3
Египет	1	1	1	1	4
Зимбабве	1	1	1	1	4
Израиль	1	1	1	1	4
Индия	1	1	1	1	4
Индонезия	1	1	1	1	4
Ирландия	0	1	0	0	1
Испания	1	1	0	0	2
Италия	0	1	1	0	2
Канада	0	1	0	0	1
Кения	1	1	1	1	4
Колумбия	0	0	0	0	0
Малайзия	1	1	1	1	4
Мексика	0	0	0	0	0
Нигерия	1	1	1	1	4
Нидерланды	0	1	1	0	2
Новая Зеландия	1	0	1	1	3
Норвегия	0	1	1	0	2
Пакистан	1	1	1	1	4
Перу	0	0	0	0	0
Португалия	0	1	0	0	1
Сингапур	1	1	1	1	4
США	0	1	0	0	1
Таиланд	1	1	0	1	3
Тайвань	1	1	0	0	2

[149] Данные получены из работы La Porta, R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W. Law and Finance // Journal of Political Economy. – 1998. – № 106. – pp. 1113-1155.

[150] Под *реорганизацией* в законодательствах ряда стран о банкротстве, а также в настоящей работе понимается одна из форм осуществления банкротства наряду с ликвидацией.

Турция	0	1	1	0	2
Уругвай	0	1	0	1	2
Филиппины	0	0	0	0	0
Финляндия	0	1	0	0	1
Франция	0	0	0	0	0
Чили	0	1	1	0	2
Швейцария	0	1	0	0	1
Швеция	0	1	1	0	2
Шри Ланка	1	0	1	1	3
Эквадор	1	1	1	1	4
ЮАР	0	1	1	1	3
Южная Корея	1	1	0	1	3
Япония	0	1	0	1	2

Приложение 5.

Основные элементы законодательства о банкротстве в ряде стран[151]

Страна	Формы ликвидации	Формы реорганизации	Контроль менеджмента за банкротством	Автоматическая приостановка погашения задолженности	Права кредиторов, обязательства перед которыми гарантированы
Россия	Конкурсное производство. Заявление может быть подано собственником, кредиторами или прокурором	Внешнее управление	Как руководство, так и собственники предприятия отстраняются от управления. Суд назначает конкурсного или внешнего управляющего	При объявлении банкротства автоматически все платежи по расчетам с кредиторами прекращаются	Кредиторы с гарантированными обязательствами являются третьими в очереди на удовлетворение требований (после компенсации ущерба, причиненного жизни и здоровью, оплаты труда работникам). Кроме того, при осуществлении процедуры банкротства в первую очередь оплачиваются судебные издержки, вознаграждения управляющему, текущие коммунальные платежи.
США	На основе параграфа 7 Кодекса о банкротстве США ликвидация может быть осуществлена добровольно (по заявлению руководства предприятия) или принудительно (по заявлению кредиторов)	На основе параграфа 11 Кодекса о банкротстве США реорганизация может быть осуществлена добровольно (по заявлению руководства предприятия) или принудительно (по заявлению кредиторов)	При ликвидации назначается трасти. При реорганизации менеджмент сохраняет контроль над предприятием	При объявлении банкротства автоматически все платежи по расчетам с кредиторами прекращаются	Такие кредиторы имеют первичный приоритет при погашении задолженности. Однако погашение долга может быть осуществлено только после одобрения со стороны суда или трасти
Япония	Ликвидация возможна двух типов: ликвидация под надзором суда и специальная ликвидация. Последняя несет в себе меньше издержек, и более широкий круг предприятий может заявить о ликвидации по данному способу	Реорганизация может быть осуществлена (по возрастанию степени приемлемости) путем компромиссного соглашения, корпоративного соглашения и непосредственно в форме реорганизации. Только само предприятие – должник может заявить о реорганизации.	Третья сторона назначается в любом случае, кроме компромиссного или корпоративного соглашений	Платежи прекращаются по долгам всех кредиторов, кроме случаев банкротства в форме ликвидации под надзором суда или компромиссного соглашения, когда платежи прекращаются только по необеспеченным долгам	Кредиторы, имеющие обеспеченный долг, обладают высшим приоритетом и правом голоса при реорганизации. Однако погашение долга может быть заморожено при определенных формах банкротства
Германия	Ликвидация может быть осуществлена как по заявлению кредиторов, так по инициативе предприятия – должника. Руководство предприятия должно заявить о банкротстве	Компромиссное соглашение может быть осуществлено только по инициативе должника	Назначается управляющий – ликвидатор	Остановка по погашению задолженности осуществляется применительно только к необеспеченным долгам	Выплаты по обеспеченным долгам могут быть осуществлены даже после объявления банкротства. Отсрочка по таким долгам не допускается

[151] Данные по зарубежным странам получены из работы Р. Райана и Л. Зингалеса (Rajan R. G., Zingales L. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. Working paper. – Chicago: University of Chicago, 1994). Данные по России – результат авторского исследования российского законодательства о банкротстве.

	как только обнаружатся признаки несостоятельности				
Франция	Ликвидация	Допустимы де формы: договорное урегулирование, когда суд назначает примирителя, который пытается рассчитаться с кредиторами и судебное соглашение	Представители должника теряют контроль при ликвидации. При других случаях банкротства контроль сохраняется. Однако при реорганизации в форме судебного соглашения руководство предприятия должно следовать указаниям администратора, назначенного судом	Остановка по всем платежам при судебном соглашении	Кредиторы с обеспеченными долгами могут потерять свой статус, если суд определит, что залог необходим предприятию для продолжения деятельности, или заложенные активы проданы при урегулировании
Италия	Банкротство	Предупредительное компромиссное соглашение	Представители предприятия – должника отстраняются от управления	Остановка по всем платежам	При банкротстве (ликвидации) платежи по обеспеченным долгам приостанавливаются. При компромиссном соглашении платежи по обеспеченным долгам допускаются в полном объеме только если при этом возможно погасить 40% необеспеченного долга. Обеспеченный долг является вторым по очереди (только после административных платежей)
Великобритания	Добровольная ликвидация по инициативе участников предприятия, добровольная ликвидация по инициативе кредиторов, принудительная ликвидация	Администрация, административное управление (обычно заканчивается продажей бизнеса), добровольное соглашение	Участники предприятия отстраняются от управления, за исключением случая добровольной ликвидации по инициативе самих участников	Остановка по всем платежам при администрации и только по необеспеченным долгам – при ликвидации. Отсутствие остановки при добровольном соглашении до тех пор, пока предложение не будет принято	Кредитор, обладающий гарантированным путем залога долгом может предотвратить порядок погашения обязательств при процедуре администрации путем назначения собственного администратора. Кредитор с фиксированным или плавающим долгом может назначить административного управляющего для реализации залога и погашения перед ним (кредитором) обязательств
Канада	Аналогично США	Компании могут заявить о приостановки платежей в соответствии с Законом о соглашении кредиторов предприятия или Законом о банкротстве и несостоятельности	Контроль над предприятием не теряется при реорганизациях, но при ликвидации назначается трасти. Трасти также может быть назначен по усмотрению суда для контроля за менеджментом при некоторых формах реорганизации	При реорганизации все платежи приостанавливаются	Кредиторы с обеспеченным долгом должны за 10 дней представить предприятию – должнику уведомление о намерении изъять залоговое имущество. Изъятие залога допускается даже непосредственно перед банкротством, но приостанавливается после заявления о банкротстве