

БЕЛОРУССКИЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ЖУРНАЛ

Ежеквартальный научно-практический журнал

Издаётся с 1997 г.

№ 4 (25) • 2003

Главный редактор

В.Н. Шимов

Редакционная коллегия

Александрович Я.М., Богданович А.В. (1-й зам.главного редактора), Великоселец Ф.Ф., Гусаков В.Г., Друян А.Л. (зам.главного редактора), Егоров Г.А., Зайченко Н.П., Каллаур П.В., Капитула П.А., Ковалев М.М., Козловская Л.В., Короленок Г.А., Крюков Л.М., Мясникович М.В., Никитенко П.Г., Новикова И.В., Пинигин В.В., Полоник С.С., Слонимский А.А. (отв. секретарь), Тамашевич В.Н., Томашевич А.Е., Ткачев С.П., Түр А.Н., Удовенко И.М., Шимова О.С.

Международный совет журнала

Байер К. (Германия), Валдайцев С.В. (Россия), Геец В.М. (Украина), Глазьев С.Ю. (Россия), Гранберг А.Г. (Россия), Ж. Каби (Франция), Колодко Г. (Польша), Коседовский В. (Польша), Львов Д.С. (Россия), Прунскене К. (Литва), Тамаш П. (Венгрия), Терехов В.И. (Украина), Шреттель В. (Германия)

Учредители

Министерство экономики Республики Беларусь

Научно-исследовательский экономический институт Министерства
экономики Республики Беларусь

Белорусский государственный экономический университет

Акционерный коммерческий банк внешнеэкономической деятельности Республики Беларусь

Минский международный образовательный центр

Национальная экономическая газета

Минск



СОДЕРЖАНИЕ

Вопросы теории, стратегии и тактики экономических реформ

Шимов В.Н., Левкович А.О. Методологические аспекты формирования оптимальной структуры рынка лизинговых услуг	4
Львов Д.С. Будущее России: гражданский манифест	15
Ковалик Т. Социальное государство и его будущее	30

Финансы

Каллаур П.В. Либерализация сектора финансовых услуг Республики Беларусь в контексте вступления в ВТО	37
Байнев В.Ф. «Инсайдерская рента» как фактор кризиса предприятий в переходной экономике	45

Устойчивое развитие

Неверов А.В., Деревяго И.П. Налоговая политика как средство реализации стратегии устойчивого развития	55
---	----

Иновации

Крюков Л.М. Национальная инновационная система: проблемы становления и развития ...	66
Слонимский А.А., Линчевская О.С. Трансфер технологий: государственное регулирование и роль малых предприятий	76
Богдан Н.И. Инновационная политика Европейского союза: новые тенденции	87

Экономика АПК

Гусаков В.Г. Инвестиционный потенциал агропромышленного комплекса Беларуси: состояние и перспективы	98
Ковель П.В. Теоретические и методические аспекты оценки возвратности прибавочной стоимости сельскому хозяйству	110

Экономическое образование

Петриченко Е.В. Проблемное обучение в экономическом вузе: теория и практика	121
---	-----

Научная жизнь

Проблемы прогнозирования и государственного регулирования социально-экономического развития (<i>IV Международная научная конференция – Минск-2003</i>)	129
--	-----

Рецензии

Успенский А.А., Линчевская О.С. Инновации в транзитивной экономике: пример Польши	133
---	-----

Статистические материалы	136
--------------------------------	-----

Резюме	145
--------------	-----

Summary	147
---------------	-----

Материалы, опубликованные в 2003 году	149
---	-----

«ИНСАЙДЕРСКАЯ РЕНТА» КАК ФАКТОР КРИЗИСА ПРЕДПРИЯТИЙ В ПЕРЕХОДНОЙ ЭКОНОМИКЕ

В.Ф. Байнев,

*доктор экономических наук, профессор кафедры менеджмента,
зам. декана экономического факультета Белгосуниверситета*

Анализируя и характеризуя наиболее значимые итоги XX в., специалисты в сфере экономических отношений, как правило, отмечают, что ушедшее столетие по праву считается периодом развития и установления беспорного господства в мировой экономике корпоративных форм капитала. Более того, в настоящее время во всем мире абсолютное большинство организаций функционирует в форме акционерных обществ (АО), которые, по общепринятому мнению, обеспечивают возможность наиболее динамично и эффективно преобразовывать сбережения домашних хозяйств в столь необходимые для экономического роста инвестиции.

Процессы экономического реформирования в странах постсоветского пространства также объективно ведут к тому, что АО становятся наиболее распространенной организационно-правовой формой хозяйственной деятельности в переходных экономиках этих стран. Так, например, в Российской Федерации, где в настоящее время осталось менее 4,8% государственных предприятий (по данному показателю Россия является, пожалуй, «самой рыночной» страной мира), за период реформ было создано более 30,8 тыс. АО [12. С. 277, 295]. В Беларусь достижения в приватизации не столь впечатляющие, хотя и в нашей стране сегодня на долю частной формы собственности приходится уже около 43% объема промышленного производства, а в общей численности предприятий 70,5% представлены частными организациями, среди которых, в свою очередь, около 80% являются АО [13. С. 335].

Несмотря на то, что по масштабам приватизации и акционирования национальной экономики Россия значительно опережает многие бывшие социалистические страны и даже развитые страны с рыночной экономикой (в Швеции, например, на долю государственного сектора приходится не менее 60% совокупных

расходов в ВВП, во Франции – 45% и т.д. [16. С. 28]), об успехах приватизации, на которую возлагались исключительно большие надежды, говорить пока не приходится. Так, в «самой рыночной» стране мира в настоящее время около 10 млн работающих получают заработную плату ниже прожиточного минимума, а средний заработок по стране, исчисленный с учетом супердоходов отдельных категорий граждан, отстает от дореформенных времен на 40% [3]. Пенсионеры, безработные, студенты и т.п. – это еще десятки миллионов малообеспеченных граждан, которых в России насчитывается более 54 млн человек. Даже констатируемый российской официальной статистикой экономический рост 4–5% (по оценкам некоторых специалистов, на самом деле продолжается экономический спад 3–4% в год) надо воспринимать, скорее, как дальнейшее углубление кризиса, поскольку на фоне весьма и весьма благоприятной для России конъюнктуры на энергетическом рынке, имевшей место в последние годы, этот покзатель должен быть по меньшей мере в 1,5–2 раза выше (на долю российского топливно-энергетического комплекса приходится около половины поступлений от экспорта и более трети всех налоговых поступлений).

Исследователи проблем переходных экономик в последнее время все чаще и чаще задаются вопросом [2]: почему акционерная форма капитала, обеспечившая процветание ряда стран, оказывается бессильной в преодолении экономического кризиса в России и некоторых других переходных экономиках? Думается, что ответ на этот вопрос будет небезинтересен и для специалистов Республики Беларусь, которую, вероятно, в ближайшие годы ожидает масштабное акционирование множества предприятий.

В числе главных причин неудач рыночного трансформирования в ряде переходных

рынку стран исследователи уверенно называют проблемы корпоративного управления, которые в последнее время начали причислять к числу фундаментальных недостатков рынка. Основные признаки неэффективности корпоративного управления достаточно хорошо изучены и описаны в ряде зарубежных и отечественных публикаций, в том числе подготовленных экспертами Всемирного банка и Института Уильяма Дэвидсона (США) [1; 2; 4; 6; 7; 14]. Эта неэффективность связана главным образом с тем, что из числа равноправных с точки зрения корпоративного законодательства совладельцев АО по тем или иным причинам выделяются акционеры, именуемые в экономической литературе инсайдерами, которые имеют существенно большее воздействие на хозяйственную деятельность принадлежащих им организаций, чем другие, ущемленные в правах учредители – аутсайдеры, или миноритарные акционеры. Обозначенное расслоение возникает в тех случаях, когда инсайдерам принадлежат контрольные (блокирующие) пакеты акций или даже сравнительно небольшое число акций (5–15% от их общего числа) в условиях значительного распыления прав собственности среди множества миноритарных акционеров. Данные условия обеспечивают владельцам таких пакетов возможность назначать руководителей, определять стратегию и тактику развития организации, т. е. оказывать определяющее воздействие на все сферы хозяйственной деятельности АО.

В итоге назначаемый инсайдерами и потому реализующий их интересы высший менеджмент АО, используя свое право принимать оперативные управленческие решения и заключать сделки от имени организации, может так размещать ее капитал, что основная масса миноритарных акционеров теряет ресурсы. Специфика данных хозяйственных операций, именуемых в экономической литературе инсайдерскими, заключается в том, что получившие контроль над АО инсайдеры организуют трансформацию активов предприятия в свои личные доходы, ничего общего не имеющие с легальными дивидендами. Иными словами, акционеры-инсайдеры стремятся максимально полно использовать в личных, корыстных интересах как свою, так и чужую, принадлежащую миноритарным совладельцам долю активов предприятия. Решая эту зада-

чу, они, как правило, принуждают подконтрольных им менеджеров действовать вопреки интересам возглавляемых ими компаний и трансформировать прибыль последних в дополнительные доходы инсайдеров, составляющие сущность так называемой инсайдерской ренты [6].

Изучение мировой и отечественной практики корпоративного управления показывает, что инсайдерская проблема весьма разнообразна и многогранна в своих проявлениях. Так, например, в качестве инсайдеров могут выступать не только крупные акционеры, но и непосредственно менеджеры АО в условиях распыления прав собственности среди множества мелких собственников компании. В данном случае руководители организации, обладающие правом принятия хозяйственных решений, выступают в качестве реальных собственников активов компании и, благодаря игнорированию прав его юридических владельцев – мелких акционеров, имеют возможность реализовывать свои корыстные интересы за счет АО (присваивать инсайдерскую ренту). Указанные противоречия между менеджментом корпорации и ее собственниками классифицируются в экономической литературе как агентская проблема (сионим – проблема «принципал-агент»), представляющая собой частный случай инсайдерской проблемы. При этом весьма распространенной (особенно в Беларусь) формой проявления агентской и, следовательно, инсайдерской проблемы являются случаи, когда государство выступает в качестве собственника компаний (принципала), а распоряжающиеся их активами менеджеры (агенты) используют свои служебные полномочия для получения нелегальных доходов за счет руководимых ими госпредприятий.

Внедрение в экономическую практику переходных к рынку стран института банкротства и антикризисного управления позволило выявить еще один принципиально новый аспект проявления инсайдерской проблемы, когда в качестве инсайдера (агента) выступает антикризисный управляющий, а собственник кризисного предприятия (акционеры, государство) является принципалом [1]. Российская практика функционирования института экономической несостоятельности убедительно доказывает, что антикризисный управляющий,

призванный спасти кризисное предприятие, часто сам сознательно доводит его до банкротства, обеспечивая тем самым процесс смены собственника. Разумеется, за реализацию такого «заказного» банкротства инсайдер получает от нового собственника крупное нелегальное вознаграждение, составляющее основу присваиваемой антикризисным управляющим инсайдерской ренты. Однако, несмотря на все многообразие форм, которые может принимать инсайдерская проблема, ее общим определяющим моментом является то, что инсайдеры – крупные акционеры и/или менеджеры – действуют вопреки интересам компании и получают нелегальные доходы в виде инсайдерской ренты за счет ущемленных в правах собственников предприятия – миноритарных акционеров или государства.

В числе наиболее распространенных факторов возникновения инсайдерской ренты, однозначно связанной с истощением ресурсов предприятия, могут быть названы следующие:

- поставка потребителям продукции АО или других принадлежащих ему ресурсов по ценам ниже рыночных (трансферное ценообразование на продукцию). В этом случае корыстные интересы инсайдеров реализуются либо через систему «откатов», обусловленных возвратом потребителями части потерянных организацией ресурсов непосредственно инсайдерам, либо путем реализации названных товаров посредническим фирмам, принадлежащим близким родственникам инсайдеров;
- приобретение АО производственных ресурсов по ценам, заведомо превышающим сложившийся на рынке уровень цен (трансферное ценообразование на ресурсы). В этом случае составляющая инсайдерской ренты образуется благодаря все той же системе «откатов» или в процессе осуществления договоров поставки через вышеописанные фирмы-посредники;
- «прокручивание» в коммерческих структурах финансовых ресурсов АО (например, задерживаемой к выплате заработной платы и т.п.) с целью кредитования бизнеса, связанного с инсайдерами и/или присвоения последними ссудного процента;
- взятки за участие предприятия в заведомо неэффективных проектах, реализуемых в интересах сторонних коммерческих структур;

• участие АО в создании уставных фондов других организаций, учредителями которых являются инсайдеры или их родственники, что нередко приобретает форму прямого финансирования постороннего для данной организации бизнеса. Кроме того, имущественный взнос в такие уставные фонды, как правило, осуществляется по заниженным ценам;

• долгосрочные финансовые вложения в ценные бумаги, реализуемые с целью финансирования за счет АО связанного с инсайдерами бизнеса под благовидным предлогом получения будущего дохода;

• осуществление строительно-монтажных и ремонтных работ на частных объектах, принадлежащих инсайдерам, с отнесением затрат на аналогичные работы в рамках реконструкции АО;

• продажа в частную собственность инсайдеров активов (автомобилей, строительных материалов, зданий и т.п.) по заведомо заниженной стоимости, в том числе путем их полного списания и т.д.

В развитых странах, имеющих многолетний опыт функционирования рыночных институтов, данные виды хозяйственных операций являются уголовно наказуемыми. В переходных экономиках в условиях неразвитого корпоративного законодательства инсайдерские операции (их еще называют сделками менеджеров самих с собой или внутренними сделками) приобрели грандиозный размах, что и послужило одной из важнейших причин неэффективности АО и кризисных процессов в ряде национальных экономик.

Необходимо отметить, что, несмотря на более высокую по сравнению с другими переходными к рынку странами степень государственного регулирования экономики, в Беларусь также имеют место процессы и явления, указывающие на наличие инсайдерской проблемы (хотя и с определенной национальной спецификой). Поскольку в республике большинство предприятий находится в государственной собственности, то белорусская специфика инсайдерской проблемы сводится главным образом к конфликту экономических интересов менеджмента компаний и ее собственника в лице государства. Об этом красноречиво свидетельствуют громкие хозяйствственные дела, волной прокатившиеся по стране в последние годы (ПО «Минский трактор-

ный завод», РУП «Кристалл», концерн «Белгоспищепром», УП «Минский завод шампанских вин» и др.) [9]. По мнению представителей Управления по борьбе с экономическими преступлениями, реализация корыстных интересов руководителей за счет возглавляемых ими предприятий, как правило, осуществляется в форме весьма крупных взяток (взятка руководителю предприятия – один из факторов формирования инсайдерской ренты), в том числе за лоббирование и реализацию интересов коммерческих структур. О масштабе инсайдерской (агентской) проблемы свидетельствует тот факт, что за 2002 г. в Беларусь число правонарушений аналогичного вида выросло на 21,5%, причем общее число экономических преступлений достигло огромной величины – 18 406 случаев, из которых 40% – тяжкие преступления [9].

О размахе инсайдерских операций в Беларусь свидетельствуют также исследования, проведенные в конце 2002 г. Институтом приватизации и менеджмента на основе опроса руководителей 378 частных отечественных предприятий (выборка репрезентативная, поскольку в ее состав вошли: общества с ограниченной ответственностью – 34%, унитарные предприятия – 26%, общества с дополнительной ответственностью – 21%, закрытые акционерные общества – 10%, открытые акционерные общества – 7%) [11]. В результате этой работы было выявлено, что деятельность 47% руководителей частных предприятий связана с необходимостью давать вышеупомянутые «откаты», являющиеся одной из форм инсайдерской ренты. Так, на вопрос о степени распространения в Беларусь «откатов» получены следующие ответы: при каждой сделке дают «откаты» 12% руководителей, при каждой второй – 20% и при каждой третьей – 15%. Согласно этим же исследованиям, 40,7% руководителей вынуждены постоянно давать взятки, а еще 39,4% корреспондентов дают взятки изредка.

На наличие в Беларусь трансфертного ценообразования как важнейшего источника формирования инсайдерской ренты указывают публикации специалистов по налогообложению, свидетельствующие о том, что инсайдерская рента нередко является причиной убыточности предприятий, которые, в принципе, должны быть эффективными. Так, на-

пример, В. Гюргдан отмечает, что действительная причина убыточности более 29% компаний с иностранными инвестициями, вероятно, «кроется в механизме формирования затрат и отпускных цен, поскольку у предприятий с иностранными инвестициями имеется возможность регулировать прибыль за счет установления трансфертных цен» [5]. Приведенные примеры, на наш взгляд, однозначно свидетельствуют о наличии и масштабности в экономике Беларусь инсайдерской проблемы во всех формах ее проявления.

Наиболее криминальной формой осуществления инсайдерских операций необходимо считать их реализацию через зарубежные офшорные зоны, когда инсайдеры не только изымают прибыль у подконтрольных им предприятий, но и, скрыв ее от налогообложения, вывозят за рубеж. Одна из множества «типовых» схем организации подобного «бизнеса» приведена на с. 49 [4].

Инсайдеры, установив контроль над отечественным АО, принуждают его менеджмент вступать в экономические отношения с посреднической фирмой, учрежденной ими же в офшорной зоне. В результате такого сотрудничества АО продает свою продукцию офшорной фирме А по цене, едва покрывающей его затраты. Если теперь фирма А продаст эту продукцию отечественным потребителям уже по рыночной цене, то существующие в офшорной зоне льготы позволят избежать налогообложения возникающей в результате такой операции прибыли, которую в конечном счете присваивают инсайдеры. Однако, согласно законодательству большинства государств, прибыль офшорных компаний подлежит налогообложению в странах – получателях товара, причем уплачивает указанный налог покупатель на основании документов о цене приобретения товара офшорной компанией. Чтобы избежать этого налогообложения, которое способно оказать негативное воздействие на покупательский спрос, инсайдеры учреждают еще одну офшорную фирму Б. Данная посредническая компания приобретает у фирмы А и продает потребителю товар практически по одной и той же цене, что позволяет ей работать с нулевой прибылью и дает возможность освободить конечного потребителя от уплаты вышеописанного налога. В итоге предприятие-производитель лишается законно заработанной им прибыли, а государство недо-

получает налоги, которые, фактически, входят в состав присваиваемой инсайдерами прибыли. Необходимо отметить, что аналогичные схемы, организованные как на входе АО (приобретение ресурсов), так и на его выходе (сбыт продукции), словно насосы, неумолимо выкачивают из предприятий ресурсы, подталкивая их и национальную экономику в целом к кризису. Так, например, в Российской Федерации за годы реформ аналогичным способом было выведено из под налогообложения и вывезено за рубеж по разным оценкам от 400 млрд до 1 трлн долл. США.

Для Беларуси также весьма актуальны аналогичные проблемы. По информации Министерства по налогам и сборам Республики Беларусь, «юридические документы оффшорных фирм часто приобретаются физическими лицами в целях осуществления незаконной деятельности на территории Республики Беларусь <...> Получая значительные доходы от операций по реализации продукции, товаров, работ и услуг белорусских предприятий, фирмы, зарегистрированные в оффшорных зонах, не уплачивают

налоги как по месту реализации товарно-материальных ценностей, т. е. в республике, так и по месту регистрации» [10]. На снижение ущерба от инсайдерских операций данного вида направлен весьма своевременный Указ Президента Республики Беларусь № 104 «Об оффшорном сбое» от 12 марта 2003 г. Раннее были введены в действие Указы Президента Республики Беларусь № 117 «О некоторых мерах по упорядочению посреднической деятельности при продаже товаров» от 7 марта 2000 г., № 285 «О некоторых мерах по стабилизации цен (тарифов) в Республике Беларусь» от 19 мая 1999 г. и др.

Для оценки величины инсайдерской ренты на уровне АО в качестве отправного пункта можно воспользоваться несколько упрощенной формой уравнения «сохранения стоимости» (Cash Conservation Equation, CCE), предложенной Коуплендом и рядом других исследователей [6]:

$$C_t - I_t = d_t - F_t, \quad (1)$$

где C_t – выручка АО за период t ;

I_t – инвестиции фирмы за тот же период, понимаемые в самом широком смысле этого термина (включая текущие затраты на ее функционирование);

d_t – суммарные экономические дивиденды владельцев компании;

F_t – чистый денежный поток от финансовой деятельности фирмы, включающий в себя доходы от эмиссии ценных бумаг и инвестиций в финансовые активы других экономических агентов.

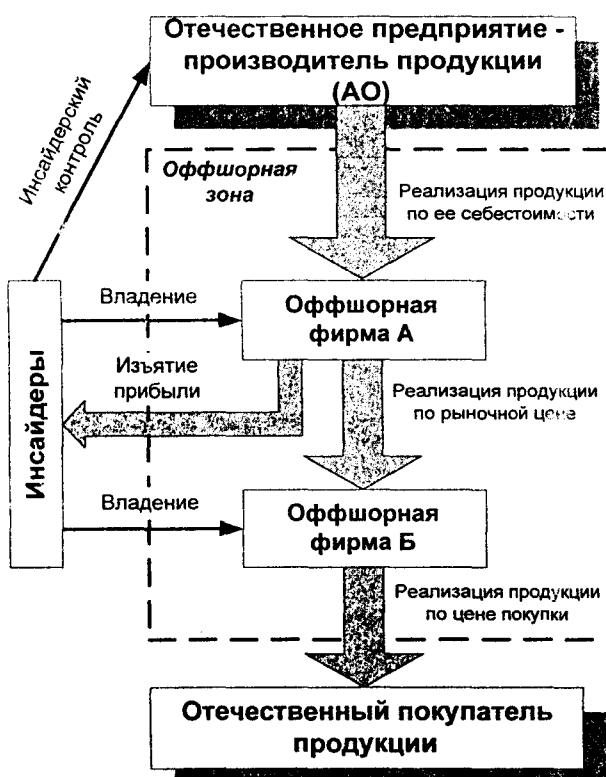
С учетом (1) и теоремы Модильяни–Миллера (ММ-теоремы), утверждающей, что стоимость любой фирмы определяется дисконтированной величиной будущих доходов ее владельцев, реальная стоимость АО может быть определена следующим образом [6]:

$$TV = \sum_{t=1}^K \left(\frac{C_t - I_t}{(1+r)^t} + \frac{F_t}{(1+R)^t} \right), \quad (2)$$

где TV – реальная стоимость компании;

K – число лет функционирования АО ($K \rightarrow \infty$);

r – ставка дисконтирования, определяемая доходностью операционной деятельности фирмы;



«Типовая» схема изъятия прибыли из АО инсайдерами, ее вывоза за рубеж и сокрытия от налогообложения с использованием оффшорных фирм

R – ставка дисконтирования, определяемая доходностью альтернативных краткосрочных финансовых вложений.

Однако оцениваемая выражением (2) реальная стоимость компании доподлинно известна лишь инсайдерам, поскольку в состав только их экономических дивидендов входят скрытые от аутсайдеров дополнительные доходы – инсайдерская рента. Для миноритарных акционеров стоимость компании оказывается меньше на дисконтированную величину дополнительных доходов инсайдеров:

$$TV_{aym} = \sum_{t=1}^K \left(\frac{C_t - I_t - T_t}{(1+r)^t} + \frac{F_t}{(1+R)^t} \right), \quad (3)$$

или с учетом (2):

$$TV_{aym} = TV - \sum_{t=1}^K \frac{T_t}{(1+r)^t}, \quad (3')$$

где TV_{aym} – стоимость АО с точки зрения аутсайдеров;

T_t – скрытые от миноритарных акционеров дополнительные доходы инсайдеров.

Следовательно, часть стоимости АО, принадлежащая непосредственно аутсайдерам, может быть вычислена как:

$$V_{aym} = \frac{N_{aym}}{N} \cdot TV - \frac{N_{aym}}{N} \cdot \sum_{t=1}^K \frac{T_t}{(1+r)^t}, \quad (4)$$

где V_{aym} – часть реальной стоимости АО, принадлежащая непосредственно миноритарным акционерам;

N_{aym} – число акций, принадлежащих аутсайдерам;

N – общее число акций АО.

С другой стороны, на долю инсайдеров приходится часть стоимости АО, которая вследствие присвоения ими скрытых от миноритарных совладельцев доходов оказывается большей по сравнению со случаем справедливого распределения доходов:

$$V_{in} = \frac{N_{in}}{N} \cdot TV + \left(\frac{N_{aym}}{N} - \beta \right) \sum_{t=1}^K \frac{T_t}{(1+r)^t}, \quad (5)$$

где V_{in} – часть реальной стоимости АО, принадлежащая непосредственно инсайдерам;

N_{in} – число акций, принадлежащих инсайдерам;

β – доля скрытых от миноритарных акционеров доходов, передаваемая лицам, не являющимся акционерами, в качестве вознаграждения за их услуги по осуществлению инсайдерских операций (дополнительное вознаграждение менеджеров, средства на покупку чиновников, доля контрагентов в прибыли от осуществления инсайдерских сделок и т.п.).

Анализ выражения (5) показывает, что в общем случае инсайдерам принадлежит часть стоимости компании, пропорциональная числу находящихся в их распоряжении акций, увеличенная на значение инсайдерской ренты:

$$R_{in} = \left(\frac{N_{aym}}{N} - \beta \right) \sum_{t=1}^K \frac{T_t}{(1+r)^t}, \quad (6)$$

где R_{in} – значение инсайдерской ренты.

Анализ предложенной экономико-математической модели распределения стоимости АО между мажоритарными и миноритарными акционерами позволяет характеризовать наиболее вероятную стратегию поведения инсайдеров и ее влияние на развитие и стоимость организации в целом. При осуществлении этого анализа необходимо исходить из того, что инсайдеры, фактически управляющие фирмой, заинтересованы в возрастании принадлежащей им части ее стоимости (см. выр. 5) за счет соответствующего снижения стоимости акций, находящихся во владении аутсайдеров (см. выр. 4). Это обстоятельство приводит к ряду негативных для АО и национальной экономики в целом моментов.

Во-первых, у инсайдеров появляется стимул через подконтрольный им менеджмент так управлять компанией, чтобы ее реальная стоимость TV (см. выр. 2) была занижена. Это следует из сопоставления выражений (4) и (5), поскольку в каждом из них при снижении TV уменьшаются первые слагаемые. Однако на практике $N_{aym} > N_{in}$, поэтому стоимость акций, принадлежащих миноритарным акционерам, снижается гораздо значительнее, а «высвободившиеся» при этом средства могут быть использованы для расширения масштабов инсайдерских операций. Стремление снизить общую стоимость фирмы побуждает руководимый инсайдерами менеджмент отказываться от выгодных финансовых операций АО на фондовом рынке, трансформировать выручку

в инсайдерскую ренту и неоправданно завышать текущие затраты. Все это приводит к невыплатам дивидендов по обыкновенным акциям, снижению и скрытию прибыли, уклонению от налогов, вывозу капитала за рубеж и т. п.

Во-вторых, поскольку инсайдерам нет смысла продавать акции, которые наряду с легальными дивидендами обеспечивают им еще и инсайдерскую ренту, то на фондовом рынке АО представлено в основном обесцененными акциями аутсайдеров. В итоге рыночная стоимость такой компании оказывается существенно заниженной по сравнению с ее реальной стоимостью. Кстати, величина этого разрыва может косвенно свидетельствовать о масштабах инсайдерской ренты. Даже в странах с устоявшимися нормами ведения бизнеса средняя надбавка к цене каждой акции при продаже ее в рамках контрольного пакета составляет: в Великобритании – 13,3%, Канаде – 23,3, Швейцарии – 27, Израиле – 45,5, Италии – 81%. В США при продаже даже неконтрольного пакета, дающего определенные возможности в присвоении инсайдерской ренты, каждая ценная бумага стоит в среднем на 10,5% дороже, чем когда она реализуется вне такого пакета [15].

В переходных к рынку странах разрыв между реальной и рыночной стоимостью компаний (и соответственно величина инсайдерской ренты) нередко достигает грандиозных размеров. Так, например, рыночная стоимость российской компании «Новошип», занимающейся морскими перевозками, оказалась в десятки раз меньше соответствующей стоимости скандинавской компании, имеющей практически такие же параметры. В то же время из теории оценки бизнеса известно, что цена аналога позволяет достаточно точно оценить реальную стоимость компании. Снижение рыночной оценки фирмы по отношению к ее реальной стоимости в несколько раз с большой вероятностью свидетельствует о том, что данная организация является инструментом по производству значительной инсайдерской ренты. Другой пример: группа «Русский алюминий» скупила акции ряда алюминиевых заводов за 0,5 млрд долл. США (это рыночная цена заводов), хотя реальная (страховая) стоимость их активов составляет около 12 млрд долл. [8]. Таких примеров множество, и все они косвенно

свидетельствуют о размахе инсайдерских операций в переходных экономиках.

В-третьих, поскольку величина инсайдерской ренты (см. выр. 6) существенно возрастает при увеличении доли акций, принадлежащих миноритарным акционерам, то инсайдеры изначально заинтересованы в «разводнении» капитала аутсайдеров. Именно этим обстоятельством объясняются неудачи рыночных реформ в странах, где была проведена «справедливая» чековая (ваучерная) приватизация, породившая не реальных собственников, а миллионы мелких акционеров, явившихся легкой добычей потенциальных инсайдеров (чиновников, «красных» директоров, партийных функционеров и т.д.).

Так, по оценкам российских специалистов, в России большинство предприятий акционировалось таким образом, что 51% акций получили трудовые коллективы, а в реальную собственность попало лишь 20% акций. При этом 9% акций оказалось в руках директоров, которые стали фактическими распорядителями собственности, в то время как остальные акционеры превратились лишь в формальных и практически бесправных совладельцев. В итоге, как отмечают эксперты, распыление собственности не принесло ожидаемого результата от данной формы приватизации и привело к кризисным явлениям в национальной экономике [7]. На стадии функционирования приватизированных предприятий дальнейшее «разводнение» капитала аутсайдеров достигается путем многочисленных целевых эмиссий акций.

В-четвертых, в качестве инсайдера нередко выступает само государство, распоряжающееся контрольным (блокирующим) или обеспечивающим инсайдерский контроль пакетом акций, обладающее правом «золотой акции» или непосредственно владеющее предприятием. Данное обстоятельство объясняет тот факт, что государственные или имеющие в активах долю государства предприятия, как правило, менее рентабельны, имеют заниженную рыночную стоимость и потому впоследствии приватизируются практически за бесценок. В качестве инсайдерской ренты в данном случае выступают результаты решения за счет предприятия социально-экономических проблем – обеспечение занятости населения, содержание социальной инфраструктуры, субсидирование

убыточных предприятий и населения путем трансфертного ценообразования и т.д.

Таким образом, изъятие из хозяйственного оборота предприятия части его прибыли в виде инсайдерской ренты в любой ее форме неизбежно приводит к истощению ресурсов подконтрольного инсайдерам АО, постепенной замене его оборотных средств и собственного капитала кредиторской задолженностью и, в конечном счете, к нарастанию угрозы банкротства. В масштабах страны подобные процессы предопределяют нарастание глубокого социально-экономического кризиса в реальном секторе экономики, что наблюдается во многих переходных экономиках.

Несмотря на то, что, по мнению некоторых исследователей, инсайдерская проблема не имеет удовлетворительного теоретического решения, предложенная экономико-математическая модель (см. выр. 1–6) позволяет наметить основные пути преодоления описанного противоречия. Прежде всего, снижение масштабов инсайдерских операций может быть достигнуто путем создания институциональных противовесов, направленных на затруднение трансформации прибыли АО в инсайдерскую ренту и, следовательно, уменьшение последней. Анализ (6) позволяет сделать вывод, что уменьшение инсайдерской ренты может быть обеспечено:

- ограничением масштабов скрытых от аутсайдеров хозяйственных операций T_c ;
- снижением доли акций, принадлежащих аутсайдерам λ_{aum}/N , что достигается либо скупкой акций крупными акционерами, либо вовлечением миноритарных акционеров в процесс управления АО;
- возрастанием направляемой во внешнюю среду доли инсайдерской ренты β , что эквивалентно росту издержек (препятствий) по осуществлению внутренних сделок.

Для реализации перечисленных условий необходимо повысить информационную прозрачность хозяйственной деятельности АО, усилить контроль за функционированием его менеджмента, а также создать условия для эффективного участия миноритарных акционеров в принятии управленческих решений. В условиях переходной экономики, когда соответствующие рыночные институты (фондовый рынок, корпоративное законодательство и т.д.) недостаточно развиты, на первый план

выступают внутренние механизмы повышения качества корпоративного управления – эффективная работа наблюдательного совета, осознанное участие акционеров в управлении компанией и стимулирование менеджеров действовать в интересах АО.

Анализ мирового опыта решения проблем корпоративного управления доказывает целесообразность применения трехзвенных структур управления АО (собрание акционеров – наблюдательный совет (совет директоров) – исполнительный орган), поскольку двухзвенная структура (собрание акционеров – исполнительный орган) приводит к тому, что члены совета директоров, как правило, занимают различные руководящие должности в организации. Ситуация, при которой совет директоров контролирует свою же собственную деятельность, также является по меньшей мере нелогичной. Кроме того, члены совета директоров имеют возможность переизбирать себя на очередные сроки посредством весьма распространенной практики голосования по доверенности, которую контролируемые инсайдерами менеджеры, используя свое влияние, получают от мелких акционеров. В итоге основная функция наблюдательного совета как специального органа АО по оценке действий правления, правильности принятых им решений и эффективности совершенных сделок выполняется номинально.

По мнению специалистов, для обеспечения беспристрастности наблюдательного совета необходимо увеличить количество членов наблюдательного совета и обеспечить значительный разброс их интересов. Указанная диверсификация интересов может быть достигнута посредством привлечения к работе в наблюдательном совете внешних, независимых членов: представителей органов государственной и местной власти, банков, клиентов, кредиторов, адвокатов, представителей общественных организаций и др.

В целях реализации осознанного участия акционеров в управлении корпорацией необходимо обеспечить правовую защиту мелких акционеров. В Беларусь ущемление прав акционеров инсайдерами – достаточно распространенная практика. Так, в 2002 г. около 8% отечественных АО вообще не выплачивали дивиденды, а 82% корпораций выплачивали доходы по акциям формально, направляя на

эти цели лишь 5–10% прибыли. Нередко общие собрания акционеров сводятся к констатации менеджментом наличия «объективных» трудностей, обуславливающих отсутствие прибыли и дивидендов. Отдельные попытки миноритарных акционеров выяснить действительные причины кризиса и ввести своих представителей в наблюдательные советы, как правило, игнорируются инсайдерами. Одна из аналогичных попыток была предпринята на общем собрании акционеров ОАО «Белторгстрой», в котором главным держателем акций является государство. Мелкие акционеры, желая выяснить, почему занятое строительным, как правило эффективным, бизнесом предприятие является убыточным и не выплачивает дивиденды, предложили на выборах в наблюдательный совет свою альтернативную кандидатуру. Однако в итоге в состав данного выборного органа как и прежде вошли представители государства, администрации и зависимые от нее работники АО. К сожалению, в аналогичных случаях выплата дивидендов рядовым инвесторам не является приоритетной задачей инсайдера, который решает иные задачи, в том числе, вероятно, и актуальную для Беларуси проблему «погашения» приватизационных чеков, имеющихся на руках у населения. Все это указывает на значимость проблемы защиты прав мелких акционеров.

Особый интерес для Беларуси и других стран с переходной экономикой при решении данной задачи, на наш взгляд, представляет опыт Германии, где, согласно банковскому и корпоративному законодательству, независимые мелкие акционеры не имеют права осуществлять сделки на фондовой бирже. Взамен этого им представлена возможность депонирования своих акций в банках с передачей права голоса по этим акциям. В итоге ведущие банки, накопив множество акций мелких вкладчиков, выступают в качестве полноправных совладельцев большинства германских корпораций. В настоящее время во всех крупнейших АО Германии на собраниях акционеров более 80% голосов представлены ведущими немецкими банками, которые эффективно обеспечивают соблюдение прав мелких акционеров, поскольку в данном случае интересы банков и их клиентов-акционеров во многом совпадают.

Кроме того, необходимо учесть опыт американского корпоративного управления, пре-

дусматривающего возможность так называемого кумулятивного голосования в процессе выбора членов совета директоров. Известно, что система голосования «одна акция – один голос» имеет весьма существенный недостаток, поскольку в ней интересы мелких акционеров могут попросту игнорироваться. В соответствии с системой кумулятивного голосования, акционер может собрать общее число голосов, которые он имеет при выборе нескольких директоров, и голосовать ими в любых комбинациях, к примеру отдавая голоса, имеющиеся у него по нескольким кандидатурам, за какого-то одного кандидата.

Действенным механизмом привлечения аутсайдеров к эффективному управлению АО может стать процедура выбора на специальном собрании мелкими акционерами своих представителей (доверенных лиц) для участия в общем собрании акционеров. Эти представители, обладая переданным им по доверенности правом голоса миноритарных учредителей, смогут более организованно и эффективно отстаивать интересы аутсайдеров.

Стимулирование менеджмента действовать в интересах всех акционеров и АО в целом достигается посредством участия менеджеров в акционерном капитале, премирования их акциями, а также путем создания механизма воздействия на деловую репутацию и денежное вознаграждение руководителей в зависимости от результатов функционирования АО. С другой стороны, в законодательстве необходимо предусмотреть ответственность не только менеджеров, но и акционеров-инсайдеров за осуществление внутренних сделок. С целью преодоления описанных в статье противоречий в России даже разработан специальный документ – Кодекс корпоративного поведения, в котором регламентируются важнейшие принципы функционирования АО, в том числе обеспечивающие соблюдение прав мелких акционеров и урегулирование инсайдерской проблемы. По замыслу его авторов, добровольное, публичное согласие менеджмента компании с принципами, изложенными в этом документе, будет свидетельствовать о приверженности организации общепринятым нормам ведения цивилизованного бизнеса и отразится на репутации фирмы.

Однако наиболее действенным, на наш взгляд, методом преодоления инсайдерской

проблемы (что актуально сегодня для Беларуси) является изначальное предотвращение на стадии приватизации распыления прав собственности среди мелких акционеров, которое, как правило, осуществляется под лозунгом соблюдения принципа социальной «справедливости». Статистика неумолимо свидетельствует, что по мере концентрации акций в руках крупных акционеров наблюдается тенденция к активизации инвестиционных процессов в АО с целью их технического перевооружения [7]. Следовательно, при осуществлении приватизации необходимо обеспечить соответствующие условия для попадания активов (разумеется, на возмездной основе в соответствии с их реальной стоимостью) в руки эффективных, прежде всего крупных собственников. Тем самым будет исключено создание предпосылок для возникновения и дальнейшего обострения инсайдерской проблемы, которая, в конечном счете, наносит вред как большим, так и маленьким акционером, поскольку разрушает экономику страны в целом.

Таким образом, инсайдерская проблема во всех формах ее проявления представляет собой один из важнейших факторов кризиса предприятий в странах с транзитивной экономикой. И хотя в Республике Беларусь, благодаря специфике государственного регулирования экономических процессов (в том числе благодаря наличию вышеуказанных законодательных актов), данные противоречия выражаются в несколько иной, более мягкой по сравнению с другими переходными к рынку странами форме, инсайдерская проблема актуальна и для нашей страны. Вследствие объективного нарастания необходимости включения Беларуси в систему международного разделения труда и углубления интеграционных процессов с Россией особую значимость приобретает изучение зарубежного (прежде всего российского) опыта корпоративного управления. В условиях грядущей приватизации и акционирования тысяч отечественных предприятий эти уроки помогут избежать нам ошибок, допущенных нашими соседями, как близкими, так и не очень...

ЛИТЕРАТУРА

1. Байнев В.Ф. Антикризисный управляющий в системе отношений «принципал-агент» // Финансы, учет, аудит. № 3. 2003.
2. Волков Л.В. Дефекты в системе корпоративного управления как одна из основных причин несостоятельности российского производства // ЭКО. 2000. № 10.
3. Головачев В. Зарплата, на которую не прожить // Труд. № 51(24243). 2003. 21 марта.
4. Голубков Д.Ю. Особенности корпоративного управления в России: инвестиционный кризис и практика офшорных операций. М.: Издательский дом «АЛЬПИНА», 1999.
5. Гюрган В. Где прячутся доходы? // Национальная экономическая газета. № 18. 2003. 11 марта.
6. Дорофеев Е.А. «Инсайдерская рента» и стоимость российских компаний // Известия Санкт-Петербургского университета экономики и финансов. № 1. 2002.
7. Коробкова З.В. Экономические явления на предприятиях современной России // Антикризисное управление корпорацией: проблемы и решения. Новосибирск: Изд-во ИЭ и ОПП СО РАН, 2001.
8. Миледин П., Корюкин К. Сколько стоит «РусАл» // Ведомости. № 87(410). 2001.
9. Окуней А. Разбогатеть на взятках не дадим! // Национальная экономическая газета. № 6. 2003. 26 янв.
10. Оффшорный сбор вырастет // Национальная экономическая газета. № 13. 2003. 21 янв.
11. Ракова Е. Два лика белорусского бизнеса // Национальная экономическая газета. № 1. 2003. 10 янв.
12. Российский статистический ежегодник: Стат. сб. / Госкомстат России. М., 2000.
13. Статистический ежегодник Республики Беларусь, 2002: Стат. сб. / Минстат Республики Беларусь. Мн., 2002.
14. Трансформация: Экономический бюллетень о странах с переходной экономикой. Издание Всемирного банка и Института Уильяма Дэвидсона. № 6. 1999. Дек.
15. Чиркова Е.В. Действуют ли менеджеры в интересах акционеров? Корпоративные финансы в условиях неопределенности. М.: Олимп-Бизнес, 1999.
16. Якобсон Л.И. Экономика общественного сектора: Основы теории государственных финансов: Учеб. для вузов. М.: Аспект-Пресс, 1996.