

В трансформационных экономиках изначально инвестиции осуществляет государство, а затем начинает инвестировать частный сектор и население, то есть пользователи нового института. В развитых рыночных экономиках, которых формирование институтов носит эволюционный характер, значительную часть инвестиций на первом этапе осуществляют пользователи нового института, а лишь затем начинает инвестировать государство. Объем необходимого инвестирования будет зависеть от правильности выбранной конструкции (последовательности) реформ и от уровня готовности общества к внедрению новых рыночных институтов. Чем меньше подготовлены бизнес и население воспринять ценности и нормы нового экономического института, тем дороже обойдется его формирование. В то же время, чем эффективнее созданные в процессе реформ государством институты, тем больше частных инвестиций удастся привлечь в развитие этого института.

## **ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ РАМКИ ИНСАЙДЕРСКОГО КОНТРОЛЯ**

**М. А. Хомякова**

Общеизвестно, что одной из ключевых проблем белорусской экономики является недостаточное количество внешних инвестиций, столь необходимых для нормального функционирования и развития предприятий. Наиболее эффективной формой экономической организации для привлечения инвестиционных средств, с точки зрения институциональной теории, является акционерное общество. Однако из-за двойственного характера собственности акционерного общества и недостаточного развития рыночных институтов в странах с переходной экономикой возникает такое дополнительное препятствие для привлечения инвестиций, как инсайдерский контроль. Под инсайдерским контролем здесь понимается захват существенных прав контроля на бывших государственных предприятиях управляющими или работниками (инсайдерами) в процессе его акционирования.

В литературе проблема инвестиционной непривлекательности предприятий, контролирующихся инсайдерами, известна как «дилемма инсайдеров». Инвестор, решая, куда вложить средства, требует доступа к объективной информации и контролю за процессом использования своих средств. Если же контроль за предприятием находится полностью в руках инсайдера, который монопольно владеет информацией о реальном состоянии дел на предприятии, то вложения средств не произойдет: ни один рациональный инвестор не будет вкладывать деньги, не имея ре-

ального представления об объекте инвестирования и возможности влиять на то, как его деньги используются. Тем более, как показывает практика, управление такими предприятиями осуществляется неэффективно.

Если предприятие контролируется работниками, то, как в случае с югославскими самоуправляющимися фирмами, может возникнуть проблема с накоплением: преобладание текущих интересов над долгосрочными приводит к «проеданию» прибыли. Если предприятие контролируется менеджерами, то это может привести к нарушению интересов собственников. Контролируемое инсайдерами предприятие, даже в том случае, когда оно потенциально эффективно, может иметь присущие исключительно ему проблемы мотивации. Например, администрация может делать займы, чтобы расходовать их на реализацию непроизводительных проектов с целью увеличения социальных благ себе и работникам, либо избегать экономически выгодных проектов, например, требующих увольнения определенного количества работников. Также инсайдеры склонны к выбору менее рискованных и, следовательно, менее доходных проектов. Инсайдеры могут расходовать большую часть прибыли на назначение себе сверхконкурентных зарплат еще до того, как будут возвращены кредиты или выплачены дивиденды. Более того, возможна такая ситуация, при которой управляющие за соответствующие вознаграждение специально могут довести предприятие до банкротства для последующей ее передачи по бросовой цене частным компаниям, контролирующим поставки сырья или сбыт продукции (ситуация, весьма распространенная в России). В конце концов, управляющие могут быть просто не компетентны в тех или иных вопросах экономики, что может послужить причиной принятия ими неэффективных решений.

По мнению М. Аоки, дилемма инсайдеров, даже если она и проявляется в условиях переходных экономик, подлежит исследованию в рамках теории финансов. В соответствии с ней, если фирма нуждается в средствах для реализации своих целей, но внутренних источников для этого не хватает, она должна обратиться к инвесторам с просьбой о предоставлении капитала в обмен на обещание возместить его из будущих прибылей. Но для того, чтобы это обещание было достоверным, необходимо либо обеспечить инвесторам соответствующие ситуации права собственности на активы или денежные потоки фирмы («дистанцированное финансирование»), либо частично отказаться от контроля за принятием инвестиционных решений («финансирование, ориентированное на контроль»).

Дистанцированное финансирование не исключает вмешательства инвестора в дела фирмы. Однако подобное вмешательство инвестор доверяет внешним механизмом, например, рынку корпоративного контроля

или суду, разбирающему дела о банкротствах. Размеры внешнего финансирования в таком случае ограничены параметрами того, что можно изъять через суд в случае невозврата денежных средств. Если денежные потоки фирмы затруднительно использовать в качестве основы для подобного контракта, то физические активы, в частности здания, оборудование или землю можно легко оценить. Фирма, полагающаяся на дистанцированное финансирование может аккумулировать капитал как посредством обеспеченных залогом займов, так и путем продажи акций и облигаций. Чем более ликвидны активы фирмы, тем больший или более дешевый капитал она может аккумулировать. Однако если ценность активов фирмы невысока (например, в период экономического спада или при низком спросе на продукцию отрасли), инвесторы могут потребовать больше залога и фирмы, без того находящиеся в сложном экономическом положении могут начать испытывать трудности еще и в привлечении капитала.

В переходных экономиках неликвидность рынков активов еще более усиливается непроясненностью прав собственности и запретами на продажу некоторых видов активов. Более того, на многих предприятиях в переходных экономиках может быть очень немного активов, которые можно использовать в виде залога. Кроме того, неэффективные системы банкротства (как, например, в Беларуси) вообще делают процесс возвращения средств инвесторам практически невозможным. В таких условиях единственным доступным способом аккумулирования средств извне может оказаться финансирование, ориентированное на контроль.

В условиях финансирования, ориентированного на контроль, инвестор контролирует инвестиционные решения фирмы, и тем самым снижает собственный риск неэффективного использования вложенных средств в предприятие.

Влияние на инвестиционную политику фирмы может осуществляться путем наложения вето на неэффективные решения, или наоборот, обеспечения принятия нужных инвестиционных проектов. Также инвестор может заменить руководство фирмы в случае его некомпетентности или оппортунистического поведения.

Институтами, которые способны инвестировать крупные средства, а впоследствии эффективно управлять фирмой, в условиях переходной экономики могут быть различные финансовые организации: банки, инвестиционные и пенсионные фонды, страховые компании. Однако для того чтобы снизить транзакционные издержки инвестиционной деятельности этих организаций, необходим развитый рынок ценных бумаг.

Рынок ценных бумаг является важнейшим институтом, регулирующим инвестиционные потоки и дающим объективную информацию о

финансовом состоянии предприятия. Он не только мобилизует имеющиеся свободные средства у экономических агентов и направляет их в производственную сферу, но и дает возможность объективно оценить экономическое состояние в отдельном регионе, отрасли и на конкретном предприятии. Реальный вклад рынка ценных бумаг в развитие экономики – это улучшение способов мобилизации сбережений и распределения ресурсов через предоставление альтернативного набора финансовых инструментов. Также рынок ценных бумаг создает конкуренцию внутри финансовой системы. Обеспечение доступа к более широкому набору инвестиционных инструментов, создание более разветвленной системы участников приводит к тому, что конкуренция внутри банковского сектора – единственного сегмента финансового рынка в большинстве переходных стран – уступает место конкуренции между различными институтами – пенсионными и инвестиционными фондами, страховыми компаниями, банковскими учреждениями и небанковскими институтами (например, лизинговыми компаниями).

Кроме этого, если вспомнить систему бонус-премирования, как один из способов ограничения инсайдерского контроля, то можно прийти к выводу, что она работает только в том случае, если ценные бумаги, эмитируемые данным предприятием, достаточно ликвидны и их цена реагирует на изменения экономического состояния фирмы. То есть только при условии наличия развитого фондового рынка, управляющий может получить доход от предоставленных ему акций, что и будет стимулировать его работать на благо компании.

## **ЛЕГКОСТЬ ВЕДЕНИЯ БИЗНЕСА В СТРАНАХ С ПЕРЕХОДНОЙ ЭКОНОМИКОЙ: ИЗДЕРЖКИ И ВЫГОДЫ**

**М. В. Чубрик**

Уровень развития частного бизнеса в стране является индикатором ее экономического развития. В то же время само развитие бизнеса зависит от экономического состояния страны и от системы институтов, в которой он функционирует. Это особенно актуально для стран с переходной экономикой, где институциональная среда находится в стадии трансформации, а частный бизнес – в стадии развития, а в некоторых странах и в стадии становления. Поэтому для стран с переходной экономикой представляют интерес анализ взаимосвязи между существующей институциональной средой и развитием частного бизнеса.

Для оценки легкости ведения бизнеса Всемирным банком были разработаны показатели, характеризующие формальную институциональную