

Белорусский БАНКОВСКИЙ БЮЛЛЕТЕНЬ

**Еженедельный информационно-аналитический
и научно-практический журнал**

**Выпуск №27 (230)
21 июля 2003 года**

Инсайдерская рента: сущность и белорусская специфика проблемы

Валерий БАЙНЕВ

Ушедшее столетие, по мнению специалистов в сфере экономических отношений, считается периодом развития и установления бесспорного господства в мировой экономике корпоративных форм капитала. Более того, известно, что во всем мире абсолютное большинство организаций функционирует в форме акционерных обществ (АО), которые, по общепринятому мнению, предоставляют возможность наиболее 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. 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 Беларуси достижения в приватизации не столь впечатляющи, хотя сегодня на долю частной формы собственности приходится уже около 43% объема промышленного производства, а в общей численности предприятий 70,5% представлены частными организациями [13, с. 335]. Однако, несмотря на то, что по масштабам акционирования и приватизации Россия значительно опережает многие бывшие социалистические страны и даже развитые страны с рыночной экономикой, об успехах этого реформирования, на которое возлагались исключительно большие надежды, говорить пока не приходится. Так, в «самой рыночной» стране мира в настоящее время около 10млн. работающих получают заработную плату ниже прожиточного минимума, а средний заработок по стране, исчис-

ленный с учетом супердоходов отдельных категорий граждан, отстает от дореформенных времен на 40% [3]. Пенсионеры, безработные, студенты и т.п. – это 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 предполагается экономический спад 3-4% в год) можно воспринимать, скорее, как продолжение кризиса. На фоне весьма благоприятной для России конъюнктуры на энергетическом рынке, имевшей место в последние годы, этот показатель должен быть по меньшей мере в 1,5-2 раза выше, поскольку на долю российского топливно-энергетического комплекса приходится около половины поступлений от импорта и более трети всех налоговых поступлений.

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

В числе основных причин неудач рыночного трансформирования в ряде переходных стран исследователи уверенно называют проблемы корпоративного управления, причисляемые в последнее время к числу фундаментальных недостатков рынка. Основные признаки неэффективности корпоративного управления достаточно хорошо изучены и описаны в целом ряде зарубежных и отечественных публикаций, в т.ч. подготовленных экспертами Всемирного банка и Института Уильяма Дэвидсона (США) по странам с

переходной экономикой [1; 2; 4; 6; 7; 14]. Такая неэффективность объясняется главным образом 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 – аутсайдеры или миноритарные акционеры. Обозначенное расслоение возникает в тех случаях, когда инсайдерам принадлежат контрольные (блокирующие) пакеты акций или даже сравнительно небольшое их число (5-15%) в условиях значительного распыления оставшихся прав собственности среди множества миноритарных акционеров. В этих условиях такие пакеты обеспечивают владельцам возможность назначать руководителей, определять стратегию и тактику развития организации, т.е. оказывать определяющее воздействие на все стороны 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 начинает терять собственные 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 задачу, они как правило принуждают подконтрольных им менеджеров действовать вопреки интересам возглавляемых компаний и трансформировать прибыль в дополнительные доходы инсайдеров, составляющие сущность так называемой «инсайдерской ренты» [6].

Изучение мировой и отечественной практики корпоративного управления показывает, что инсайдерс-

кая проблема весьма многогранна. Так, например, в качестве инсайдеров могут выступать не только крупные акционеры, но и непосредственно сами менеджеры АО. В данном случае руководители организации, обладающие правом принятия хозяйственных решений, выступают в качестве реальных собственников активов компании и, игнорируя права его юридических владельцев – мелких акционеров, имеют возможность реализовывать собственные интересы за счет АО (присваивать инсайдерскую ренту). Указанные противоречия между менеджментом корпорации и ее собственниками классифицируются в экономической литературе в качестве агентской проблемы (синоним – проблема «принципал-агент»), представляющей собой частный случай инсайдерской проблемы. При этом весьма распространенной (особенно в Беларуси) 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 госпредприятий.

Внедрение в практику переходных экономик института банкротства и антикризисного управления создало еще один принципиально новый аспект 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, зачастую наоборот 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 его инсайдерской ренты.

Несмотря на все многообразие форм, которые может принимать инсайдерская проблема, ее общим определяющим моментом является то, что инсайдеры – крупные акционеры и/или менеджеры – дей-

ствуют 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, связанной с истощением ресурсов предприятия, могут быть названы следующие:

- поставка потребителям продукции АО или других принадлежащих ему ресурсов по ценам ниже рыночных (трансфертное ценообразование на продукцию). В этом случае личные интересы инсайдеров реализуются либо через систему «откатов» путем возврата ресурсов организации непосредственно инсайдерам, либо путем реализации продукции посредническим фирмам, принадлежащим близким родственникам инсайдеров;
- приобретение акционерным обществом производственного сырья и других ресурсов по ценам, заведомо превышающим сложившийся на рынке уровень цен (трансфертное ценообразование на ресурсы). В этом случае составляющая инсайдерской ренты образуется благодаря все той же системе «откатов» или в процессе использования вышеописанных фирм-посредников;
- «прокручивание» финансовых ресурсов АО (например, задерживаемой к выплате заработной платы и т.п.) с целью кредитования бизнеса, связанного с инсайдерами, либо присвоения ссудного процента;
- получение взяток за участие предприятия в заведомо неэффективных проектах, реализуемых в интересах сторонних коммерческих структур;
- участие АО в создании других организаций, учредителями которых являются инсайдеры или их родственники, в форме практически прямого финансирования постороннего для АО бизнеса. При этом, имущественный взнос в уставные фонды создаваемых организаций, как правило, осуществляется по заниженным ценам;
- приобретение долгосрочных ценных бумаг с целью финансирования за счет АО связанного с ин-

сайдерами бизнеса под благовидным предлогом получения дохода в будущем;

- осуществление строительно-монтажных и ремонтных работ на частных объектах, принадлежащих инсайдерам, с отнесением затрат на счет АО;
- приобретение инсайдерами в частную собственность активов АО (автомобилей, строительных материалов, зданий и т.п.) по заведомо заниженной стоимости либо путем их полного списания и т.д.

В развитых странах, имеющих многолетний опыт функционирования рыночных институтов, данные виды хозяйственных операций являются уголовно наказуемыми деяниями. В переходных странах 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 целом ряде национальных экономик.

Необходимо отметить, что, несмотря на более высокую, по сравнению с другими переходными странами, степень государственного регулирования экономики, в Беларуси также имеют место процессы, указывающие на наличие в нашей стране инсайдерской проблемы. Поскольку в нашей стране большинство предприятий находится в государственной собственности, то отечественная специфика инсайдерской проблемы сводится главным образом к конфликту экономических интересов менеджмента компании и ее собственника в лице государства. Об этом красноречиво свидетельствуют громкие хозяйственные дела последних лет по предприятиям: ПО «Минский тракторный завод», РУП «Кристалл», концерн «Белгоспищепром», УП «Минский завод шампанских вин» и др. 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, в том числе за лоббирование и реализацию интересов коммерческих структур. О масштабе инсайдерской (агентской) проблемы свидетельствует тот факт, что за 2002 г. в Беларуси число право-

нарушений аналогичного вида выросло на 21,5%, причем общее число экономических преступлений достигло огромной величины – 18406 случаев, из которых 40% – тяжкие преступления [9].

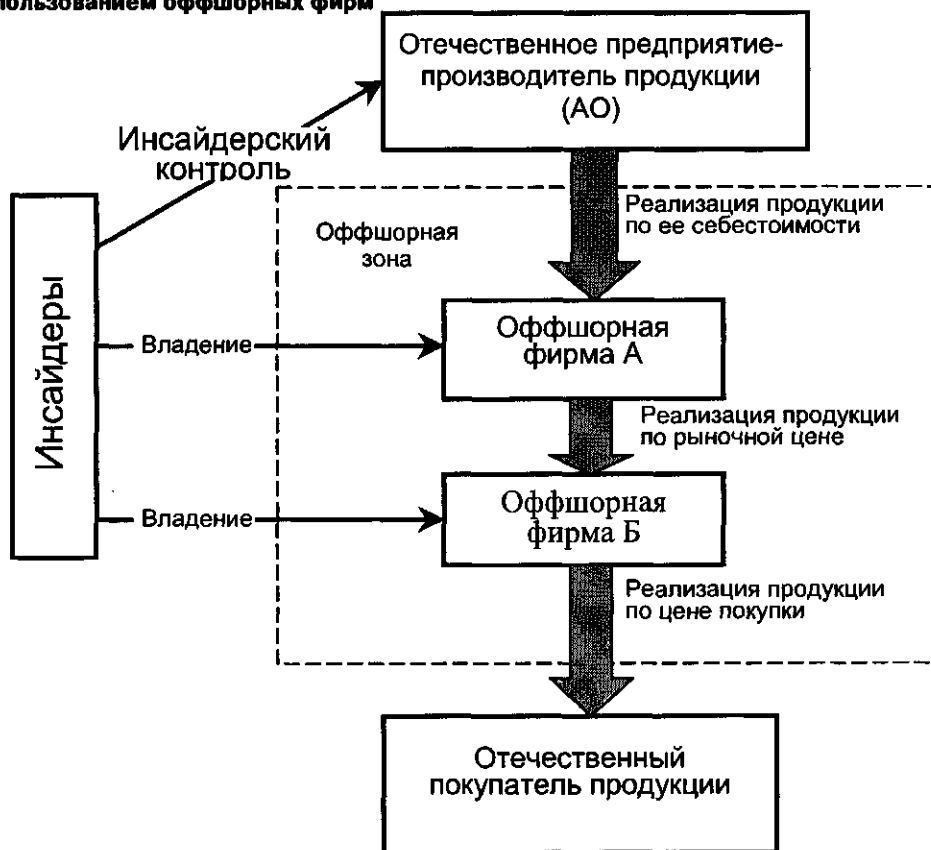
О размахе инсайдерских операций в Беларуси также свидетельствуют исследования, проведенные в конце 2002 г. Институтом приватизации и менеджмента на основе опроса руководителей 378 частных отечественных предприятий, из которых ООО представляли – 34% опрошенных, УП – 26%, ОДО – 21%, ЗАО – 10%, ОАО – 7% [11]. В результате было выявлено, что деятельность 47% руководителей частных предприятий связана с необходимостью давать вышеназванные «откаты»: при каждой сделке – для 12% руководителей, при каждой второй сделке – 20% и при каждой третьей – 15%. Только 28% опрошенных ответили, что в Беларуси нет такого явления. Согласно этим же исследованиям 40,7% руководителей вынуждены постоянно давать взятки, а еще 39,4% респондентов дают взятки изредка.

На наличие в Беларуси трансфертного ценообразования, как важнейшего источника формирования инсайдерской ренты, указывают публикации специалистов по налогообложению. Так, например, В. Гюрджан 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 в национальной экономике Беларуси инсайдерской проблемы во всех формах ее проявления.

Наиболее криминальной формой осуществления инсайдерских операций можно считать их реализацию через зарубежные оффшорные зоны, когда инсайдеры не только изымают прибыль у подконтрольных

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



им предприятий, но и, скрыв ее от налогообложения, вывозят за рубеж. Одна из множества «типовых» схем организации подобного «бизнеса» приведена на рисунке [4].

Особенностью приведенной схемы является то, что инсайдеры, установив контроль над отечественным АО, принуждают его менеджмент заключать сделки с посреднической фирмой, учрежденной ими же в оффшорной зоне. В результате АО продает свою продукцию оффшорной фирме А по цене, едва покрывающей его затраты. Если теперь фирма А продаст эту продукцию отечественным потребителям уже по рыночной цене, то существующие в оффшорной зоне льготы позволят избежать налогообложения возникающей в результате такой операции прибыли, которую в конечном счете присваивают инсайдеры. Однако, согласно законодательству большинства государств, прибыль оффшорных компаний подлежит налогообложению в странах-получателях товара, причем уплачивает указанный налог покупатель на основании документов о цене приобретения товара оффшорной компанией. Чтобы избежать этого налогообложения инсайдеры учреждают еще одну оффшорную фирму Б, которая приобретает у фирмы А и продает потребителю товар практически по одной и той же цене, что позволяет ей работать с нулевой прибылью. В итоге предприятие-производитель лишается законно заработанной прибыли – ее получает инсайдер, а государство соответственно недополучает налоги. Необходимо отметить, что аналогичные схемы, организованные как на входе АО (приобретение ресурсов), так и на его выходе (сбыт продукции), словно насосы, неминуемо 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. USD до 1 трлн. USD.

Для нашей страны аналогичные проблемы также актуальны. По информации Министерства по налогам и сборам Республики Беларусь, «юридические документы оффшорных фирм зачастую приобретаются физическими лицами в целях осуществления незаконной деятельности на территории Республи-

ки 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 Указ президента Республики Беларусь № 104 «Об оффшорном сборе» от 12 марта 2003 г., а также отдельные положения Указов президента Республики Беларусь № 117 «О некоторых мерах по упорядочению посреднической деятельности при продаже товаров» от 7 марта 2000г., № 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 доходы от эмиссии ценных бумаг и инвестиций в финансовые активы других экономических агентов.

С учетом уравнения 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; R – ставка дисконтирования, определяемая доходностью альтернативных краткосрочных финансовых вложений.

Однако оцениваемая выражением 2 реальная стоимость компании доподлинно известна только 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:

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

где $V_{ин}$ – часть реальной стоимости АО, принадлежащая непосредственно инсайдерам; $N_{ин}$ – 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 подкуп 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:

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

где $R_{ин}$ – значение инсайдерской ренты.

Анализ предложенной экономико-математической модели распределения стоимости АО между мажоритарными и миноритарными акционерами (см. выр. 1–6) позволяет охарактеризовать 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 стоимости принадлежащей им части (см. выр. 5) за счет соответствующего снижения стоимости акций, находящихся во владении аутсайдеров (см. выр. 4). Это обстоятельство приводит к целому ряду негативных для АО и национальной экономики в целом последствий.

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 $N_{aym} > N_{ин}$, поэтому стоимость акций, принадлежащих миноритарным акционерам, снижается гораздо значительно, а «высвободившиеся» при этом средства могут быть использованы для расши-

рения 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, занижению и сокрытию 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%, в Канаде – 23,3%, в Швейцарии – 27%, в Израиле – 45,5%, в Италии – 81%. В США при продаже даже неконтрольного пакета, но 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 странах разрыв между реальной и рыночной стоимостью компании (и соответственно величина инсайдерской ренты) нередко достигает грандиозных размеров. Так, например, рыночная стоимость российской компании «Новошип», занимающейся морскими перевозками, оказалась в десятки раз меньше стоимости скандинавской компании, имеющей практически такие же параметры. Из теории оценки бизнеса известно, что цена аналога достаточно точно позволяет 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» скупала акции ряда алюминиевых заводов за 0,5 млрд. USD (это рыночная цена заводов), хотя реальная (страховая) стоимость их активов составляет около 12 млрд. USD [8]. Таких примеров – множество, и все они косвенно свидетельствуют о размахе инсайдерских операций в переходных странах.

В-третьих, поскольку величина инсайдерской ренты (см. вып. 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, например, 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 такой 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. Это обстоятельство во многих случаях однозначно объясняет тот факт, что государ-

ственные 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 инсайдером 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 в целом ряде переходных стран.

Несмотря на то, что по мнению некоторых исследователей инсайдерская проблема не имеет удовлетворительного теоретического решения, предложенная экономико-математическая модель (см. вып. 1–6) позволяет наметить основные пути его преодоления. 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_p ;
- снижением доли акций, принадлежащих аутсайдерам N_{ay}/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 эффективности 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). Вместе с тем, даже в трехзвенной структуре члены совета директоров часто занимают различные руководящие должности в организации и контролируют свою же собственную деятельность. Кроме того, члены совета директоров имеют возможность переизбирать себя на очередные сроки посредством весьма распространенной практики голосования по доверенности 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 увеличивать количество членов наблюдательного совета и обеспечивать значительный разброс 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. Практика показывает, что в Беларуси ущемление прав акционеров инсайдерами достаточно распространенное явление. Так, в 2002 г., около 8% отечественных АО вообще не выплачивали дивиденды, а 82% компаний 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. 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 предоставлена 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 интересы банков и их клиентов-акционеров в этом случае во многом совпадают.

Интересен также опыт американского корпоративного управления, предусматривающего 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 кумуля-

тивного 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 предприятия 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. Одновременно в законодательстве целесообразно предусмотреть ответственность не только менеджеров, но и акционеров-инсайдеров за осуществление внутренних сделок.

Например, 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 этими принципами будет свидетельствовать о приверженности организации общепринятым нормам ведения цивилизованного бизнеса и отразится на репутации фирмы.

Однако наиболее действенным, на наш взгляд, путем 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.

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 Беларуси, благодаря специфике государственного регулирования экономических процессов (в том числе благодаря наличию вышеуказанных законодательных актов), данные противоречия выражаются в более мягкой по сравнению с другими переходными странами форме, инсайдерская проблема актуальна и для нашей экономики. Вследствие неизбежного 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 грядущего акционирования и приватизации 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. – 2003. – №3. – С. 64-66.
2. Волков Л.В. Дефекты в системе корпоративного управления, как одна из основных причин несостоятельности российского производства // ЭКО. – 2000. – №10. – С. 77-85.
3. Головачев В. Зарплата, на которую не прожить // Труд. – №51 (24243). – 21 марта 2003г.
4. Голубков Д.Ю. Особенности корпоративного управления в России: инвестиционный кризис и практика оффшорных операций. М.: Издательский дом «АЛЬПИНА», 1999.
5. Гюрджан В. Где прячутся доходы? // Национальная экономическая газета. – №18. – 11 марта 2003г.
6. Дорофеев Е.А. «Инсайдерская рента» и стоимость российских компаний // Известия Санкт-Петербургского университета экономики и финансов. – 2002. – №1. С.55-64.

7. Коробкова З.В. Экономические явления на предприятиях современной России // Антикризисное управление корпораций: проблемы и решения. Новосибирск: Изд-во ИЭиОППСОРАН, 2001. – С. 31-46.
8. Миледин П., Корюкин К. Сколько стоит «РусАл» // Ведомости. – №87 (410). – 2001.
9. Окуней А. Разбогатеть на взятках не дадим! // Национальная экономическая газета. №6. 26 января 2003г.
10. Оффшорный сбор вырастет // Национальная экономическая газета. – №13. – 21 января 2003г.
11. Ракова Е. Два лика белорусского бизнеса // Национальная экономическая газета. – №1. – 10 января 2003г.
12. Российский статистический ежегодник: Стат. Сб. / Госкомстат России. – М., 2000. – 642с.
13. Статистический ежегодник Республики Беларусь, 2002 (Стат. сб.) / Минстат Республики Беларусь. – Минск, 2002. – 611 с.
14. Трансформация: Экономический бюллетень о странах с переходной экономикой. Издание Всемирного банка и Института Уильяма Дэвидсона. – №6. Декабрь 1999г.
15. Чиркова Е.В. Действуют ли менеджеры в интересах акционеров? Корпоративные финансы в условиях неопределенности. М.: Олимп-Бизнес, 1999. – 288 с.
16. Якобсон Л.И. Экономика общественного сектора: Основы теории государственных финансов: Учеб. для вузов. – М.: Аспект-Пресс, 1996. – 316 с.