

вать имеющиеся ментальные возможности при формировании корпоративной культуры и усилении трудовой мотивации персонала.

При этом следует учитывать такую характеристику национального менталитета, как его инерционность, преодоление которой требует радикальных институциональных изменений, становления экономического мышления и экономической культуры. Экономическая культура выступает как совокупность социальных ценностей и норм, являющихся регуляторами экономического мышления, и, соответственно, экономического поведения, исполняющих роль социальной памяти экономического развития, способствующих (или мешающих) селекции, накоплению, трансляции, и инновации ценностей, норм и потребностей, функционирующих в сфере экономики и ориентирующих ее субъектов на те или иные формы экономической активности.

Таким образом, любые реформы обречены, если игнорируется главное – адекватность проводимых преобразований тому состоянию "человеческого материала", который имеется в наличии. Поэтому перед обществом стоит задача разработки такой стратегии реформ, которая позволила бы наиболее эффективно и безболезненно продвигаться по пути к цивилизованному рынку. Решить эту задачу без учета специфики национального экономического менталитета не представляется возможным.

Литература

1. Богиня Д. Стимули і антистимули розвитку трудового менталітету в сучасних умовах // Україна: аспекти праці. – 2001. – № 1. – С. 3-10.

М.А. ХОМЯКОВА,

Белорусский государственный университет

ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ РАМКИ ОПОРТУНИСТИЧЕСКОГО ПОВЕДЕНИЯ ВНУТРЕННИХ УЧАСТНИКОВ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ АКЦИОНЕРНОГО ОБЩЕСТВА

Одной из ключевых проблем экономической теории и хозяйственной практики предприятий в странах переходной экономики на сегодняшний день является поиск инвестиционных ресурсов, необходимых для осуществления изменений в технологиях и структуре основных фондов. Следовательно, существует актуальная необходимость формирования комплексной системы институтов, способных мобилизовать свободные денежные средства субъектов хозяйствования для дальнейшего ин-

2. Супоницкая И. Успех и удача: отношение к труду в американском и российском обществе // Вопросы философии. – 2003. – №5. – С. 44 – 55.

3. Уткин Э.А. Мотивационный менеджмент. – М.: Ассоциация авторов и издателей "ТАН-ДЕМ". Издательство ЭКМОС, 1999. – 483 с.

4. Еськов А.Л., Кулийчук В.И. Ценностная ориентация станочников Ново-Краматорского машиностроительного завода // Вестник МСУ. – 1999. – т.2. – №5. – С.45 – 47.

5. Прусс И. Общество трудовых коллективов // Знание – сила. – 1993. – № 9. – С. 48 – 58.

6. Шрёдер Г. Руководить сообразно ситуации. – М.: АО «Интерэкспорт», 1994. – 240 с.

7. Модели и методы управления персоналом: Российско-британское учебное пособие / Под ред. Е.Б. Моргунова. – М.: ЗАО "Бизнес-школа "Интел-синтез", 2001. – 423 с.

8. Дмитренко Г.А., Дорошенко Е.А. Оценка уровня культуры персонала. – К.: МАУП, 1998. – 230 с.

9. Щекин Г.В. Основы кадрового менеджмента. – №-е изд., переработанное и дополненное. – К.: МАУП, 1999. – 386 с.

10. Гришин Л. Мы как участники рыночных отношений // Вопросы экономики. – 2000. – №8. – С.31-37.

11. Алексеев М.Ю., Крылов К.А. Особенности национального поведения. – М.: "Арт-Бизнес-Центр", 2001. – 320 с.

12. Виханский О.С. Стратегическое управление. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Гардарики, 2000. – С. 61 – 68.

Статья поступила в редакцию 29.12.2005

вестирования в реальный сектор экономики. Но при реализации данной задачи необходимо учитывать ряд институциональных факторов, которые негативно влияют на инвестиционную привлекательность стран трансформационной экономики. К числу таких факторов относится инсайдерский контроль, который является неотъемлемым атрибутом переходного периода, о чем говорит его распространение практически

© М.А. Хомякова, 2006

во всех странах, находящихся на пути к становлению рыночной экономики. Для преодоления негативных последствий этого явления необходимо создание институциональных условий, в частности эффективной системы финансовых институтов, при которой станет возможным ограничение оппортунистического поведения управляющих предприятиями, а также развитие механизма привлечения инвестиций и самофинансирования инвестиционных проектов и программ. При разработке и формировании такой системы ключевым вопросом является то, какой финансовый институт: банковская система, либо рынок ценных бумаг должен стоять в ее основе.

Проблеме ограничения оппортунистического поведения управляющих акционерными обществами уделяли внимание такие ученые, как А.Берли и Г.Минз, основатели теории “революции управляющих”, которых поддерживали такие известные экономисты как Дж.Бернхем, Дж.Гелбрейт, П.Дракер и др.* М.Аоки, Э.Берглоф, Джон М. Литвак, Н. Акамацу, Й. Кьян, Э. фон Тадден, Х.Мияджама [3], Т. Браунс [2], исследующие данную проблему с помощью компаративистского анализа; Н.Шелудько, А.Батура, Т.Басюк, Т. Косова, С.Повный, и др., исследующие рынок ценных бумаг и банковскую систему Украины [8], А.С.Поважный, исследующий особенности корпоративного управления в странах переходной экономики [5; 6]; Р.Гилсон, Р. Краакман, Д.К. Коффи, М.Д.Ру, Б.С.Блэк [1] и др., исследующие эффективность финансовых систем, основанных на рынке ценных бумаг и на банковском институте, М.Миллер и Ф.Модильяни, исследующие проблему агентских отношений с точки зрения структуры капитала [7], и др.

Целью данной статьи является рассмотрение наиболее распространенных негативных последствий оппортунизма внутренних участников АО, определение финансового института, который может стоять в основе институциональной системы ограничения оппортунистического поведения инсайдеров, а также изучение финансовых институтов, комплиментарных им.

Проблема оппортунистического поведения управляющих корпорациями и его ограничения является следствием проблемы отделения собственности от контроля в акционерных компаниях, которая стала подробно рассматриваться в рамках теории “революции

управляющих”. В соответствии с ней контроль за крупнейшими акционерными компаниями перешел от капиталистов – собственников крупных пакетов акций – к наемным управляющим, благодаря чему они (наемные управляющие) могут ориентировать коммерческую деятельность компаний на реализацию собственных интересов, а не интересов собственников.

Впоследствии изучение вопросов корпоративного управления получило широкое развитие. Однако особенно актуальными эти вопросы стали при изучении бывших государственных компаний, ставших акционерными обществами в результате их приватизации в постсоциалистических странах. Именно в таких акционерных обществах вследствие ряда факторов наблюдается очень сильный инсайдерский контроль, одним из негативных последствий которого является острая нехватка средств, необходимых для реструктуризации приватизированных предприятий.

После полного краха централизованного планирования контроль над принятием большинства стратегических решений оказался в руках менеджеров фирм, и приватизация мало что изменила в данном положении вещей. Мощный инсайдерский контроль усиливается слабостью финансовых институтов и не менее слабой реализацией прав собственности. В отсутствие солидных внешних инвесторов и институциональной системы, поддерживающей корпоративное управление, менеджеры не способны аккумулировать капитал, требуемый для инвестиций в новые технологии и производственные мощности.

Привлечение инвестиций, например, с помощью эмиссии акций, для основной массы акционерных обществ проблематично из-за недоверия инвесторов, вызванного высоким уровнем инвестиционного риска. В первую очередь этот риск связан с широкими возможностями нарушения прав акционеров со стороны обществ эмитентов. По мнению многих западных исследователей, возможности нарушения прав акционеров связаны с информационной асимметрией. То есть управляющие, которые монопольно владеют информацией, зачастую предоставляют неверные сведения, или не предоставляют их вовсе, относительно текущей работы предприятия. Компании, планирующие привлечение инвестиций для своего развития, часто не раскрывают даже элементарную информацию о себе (такую, как, например, размер уставного фонда, структура собственников и т.п.). Более того, вполне возможен такой вари-

*Подробнее см. [4]

ант, как сообщение о работе компании абсолютно неверных сведений с целью увеличить стоимость собственных акций: компания может предоставить информацию о сбытовых операциях, либо товарно-материальных ценностях, которых на самом деле не существует. Понятно, что для любого инвестора иметь дело с непрозрачной компанией означает взять на себя дополнительный риск, так как проследить за неэффективным использованием вложенных средств в такую компанию невозможно.

Вариантов возможного неэффективного поведения управляющих существует достаточно много. Это может быть расход привлеченных средств на реализацию непроизводственных проектов, например, с целью увеличения социальных благ работникам и себе. Возможен отказ от рискованных, но прибыльных проектов, или наоборот, постоянный неоправданный риск. Весьма распространен (причем как в развитых, так и в переходных экономиках) такой вариант развития событий, при котором АО из реальных предприятий превращается в “пустышки”, то есть из них “вымываются” все активы. Иначе говоря, если на начало года акционер владел долей во вполне реальном предприятии, то к концу года он может стать собственником АО, у которого отсутствуют какие бы то ни было активы. Реальные же активы уже переданы другому юридическому лицу и вернуть их невозможно (эта проблема в западной литературе известна как проблема Self-dealing, а некоторыми экономистами считается одной из основных проблем наряду с асимметрией информации).

На сегодняшний день ведутся серьезные дискуссии о выборе институциональных механизмов, способных осуществить эффективное корпоративное управление. В основном дискуссии ведутся относительно того, какой финансовый институт способен наиболее эффективно справиться с проблемой оппортунизма управляющих. В рамках этой дискуссии можно выделить две точки зрения. Некоторые исследователи считают, что институциональный механизм должен формироваться на основе банковской системы, другие, что на основе рынка ценных бумаг. Для того, чтобы перейти к рассмотрению этих двух институтов систем, мне бы хотелось остановиться на том, чем обусловлена возможность к оппортунистическому поведению внутренних агентов фирмы. Некоторые исследователи считают, что асимметрией информации, другие – неспособностью инвесторов оказывать влияние на принятие инвестиционных решений. Соответственно, первые

считают, что главное при разработке схемы ограничения оппортунизма управляющих – это обеспечить предоставление инвесторам достоверной информации о работе компании. Вторые – обеспечить механизм контроля за принятием инвестиционных решений. При рассмотрении институциональных систем ограничения оппортунистического поведения я буду уделять внимание главным образом тому, как каждая из них решает эти две проблемы.

Многие исследователи отмечают, что в странах с переходной экономикой именно банки могут решить проблему оппортунизма инсайдеров, а также проблему инвестиционного вакуума приватизированных предприятий. В первую очередь это объясняется тем, что в большинстве случаев банк, который поддерживает долгосрочные отношения с предприятием, уже обладает информацией, полученной в процессе промежуточного мониторинга*, которую может использовать для анализа качества управления предприятием со стороны инсайдеров. Кроме этого, банк выполняет для предприятия ежедневные расчеты, обеспечивает предприятие краткосрочными кредитами, лонгирует учетно-торговые векселя и т.д., т.е. имеет постоянный доступ к информации о текущем финансовом состоянии дел предприятия. Следовательно, постоянно имеет доступ к информации, которую может использовать в случае неплатежеспособности, а также может отслеживать операции, которые могут к этой неплатежеспособности привести. Кроме этого, банк, кредитующий предприятие, может потребовать в качестве залога активы, которые важны для возможностей фирмы извлекать доход в будущем, а следовательно, угроза их изъятия может быть применена для получения выплат, когда фирма отказывается их делать, и, следовательно, это

*Для ограничения оппортунистического поведения управляющих необходим мониторинг внешними экономическими агентами. В этом мониторинге М.Аоки выделил 3 этапа: 1. *Ax ante* мониторинг: новые проекты, новые клиенты оцениваются с точки зрения возможности справиться с проблемами неблагоприятного выбора (привлеченные деньги расходуются на непроизводственные, или неэффективные проекты) 2. Промежуточный мониторинг: выяснение проблем субъективного риска, возникающих из-за различия интересов внешних инвесторов и инсайдеров. 3. *Ex post* мониторинг: уточнение реального финансового положения предприятия; подтверждение возврата кредитов, выплаты дивидендов; наказание администрации в случае невыполнения обязательств.

повышает во много раз гарантии выполнения фирмой своих обязательств.

То есть теоретически банковская система способна справиться с проблемой оппортунизма, так как ее предпосылки – асимметрия информации и неспособность осуществлять внешний контроль – банки решают. Однако существует ряд недостатков. Среди них в первую очередь упоминаются такие, как низкая капитализация банков в странах с переходной экономикой. Во-вторых, проблема диверсификации кредитной политики большинства банков.

М.Аоки предложил теоретическую модель, способную решить эти две проблемы. В соответствии с ней, если предприятие нуждается во внешних долгосрочных инвестициях, банк, у которого уже были с ним долгосрочные отношения и у которого есть небольшой пакет акций этого предприятия, образует с другими банками кредитный синдикат. Головной банк будет также выполнять и функции коммерческого банка, ведя его депозитные счета и счета по основным платежным операциям. Таким образом, решается проблема асимметричной информации: действия управляющих фирмой будут ежедневно контролироваться. Если же управление предприятием будет недостаточно эффективным и возникнет риск невозврата денежных средств, то головной банк должен будет выкупить его долговые обязательства у других банков и обратить их в акции. После этого, он сможет либо продать эти акции фирмам, специализирующимся на реорганизации, либо заняться реструктуризацией сам, заменяя управленческие кадры, увольняя работников, продавая часть активов и т.д. Таким образом, предприятие будет контролироваться внешними агентами, причем инсайдеры будут наказаны за неуплату долгов по кредитам потерей своих акций, а, возможно, и потерей выгод, связанных с продолжением работы на данном предприятии.

Данная модель основывается на модификации процедуры банкротства, предложенной в работах Бебчука, а также Агьона – Харта – Мура. Однако в отличие от модели Аоки, они предложили в случае неплатежеспособности предприятия его ликвидацию. Аоки же воспринимает ликвидацию как крайнюю меру, необходимую в том случае, если возможности для успешного функционирования фирмы нет даже после ее реструктуризации. В таком случае, непокрытая сумма долгов ляжет на банк. Однако применение этих обеих моделей возможно лишь при определенных условиях. Аоки в ка-

честве таких условий выделял относительную стабильность финансового положения кредитруемого предприятия, а также существование большого количества банков, способных взять на себя ответственность по выполнению роли головного банка. Однако, в частности, последнее условие возможно обеспечить исключительно при наличии эффективной банковской системы. Тем не менее, банковские системы в странах с переходной экономикой очень далеки от такого определения, как “эффективные” из-за ряда причин. Кроме этого, я хотела бы отметить, что немаловажным условием для реализации этой модели является эффективное функционирование рынка ценных бумаг, который обеспечивает ликвидность активов того или иного предприятия. Только при этом условии головной банк сможет снизить собственный риск и риск остальных банков (или других финансовых организаций) синдиката.

Считается, что институциональная система ограничения оппортунизма внутренних участников деятельности фирмы, основанная на рынке ценных бумаг, обеспечивает высокую ликвидность активов фирм эмитентов, однако не может обеспечить решение проблемы асимметрии информации, а также достаточно сильный и качественный мониторинг инвестиционных решений фирмы. Это объясняется тем, что транзакционные издержки, связанные с получением необходимой информации, а также тщательным контролем за деятельностью фирм-эмитентов, для потенциальных инвесторов достаточно высоки.

Что касается асимметричной информации, то она действительно является серьезным барьером между эмитентами акций и простыми инвесторами. Стоимость акций компаний зависит от ее будущих перспектив. Прошлое компании является важным показателем ее будущего. Инсайдеры компании осведомлены как о ее прошлом, так и о ее будущем. Им необходимо преподнести данную информацию инвесторам так, чтобы инвесторы как можно выше оценили акции компании. Преподнести информацию инвесторам просто, однако сложно преподнести информацию, достойную доверия. У инсайдеров есть стимулы преувеличить информацию о прошлом компании и о ее перспективах, а инвесторы не могут эту информацию проверить. Эта проблема особенно остро встает перед маленькими компаниями или перед компаниями, эмитирующими акции впервые. В таких случаях инвесторы не могут основываться на репутации компании как на показателе качества предоставляемой информации.

Некоторые страны, включая США, частично решили эту проблему с помощью сложной системы, состоящей из законов, а также публичных и частных институтов, которые дают инвестору оправданную уверенность в предоставляемой эмитентом информации. Среди важнейших институтов находятся репутационные посредники – аудиторские фирмы, юридические фирмы, фондовые биржи, листингующие акции компаний-эмитентов. Поручительству этих посредников за качество конкретной ценной бумаги можно доверять, так как сами они слишком много потеряют из-за потери репутации, в случае, если компания исказит или слишком преувеличит свои планы на будущее. Правила, на которых основываются посредники, являются очень жесткими из-за финансовых обязательств перед инвесторами в случае подтверждения некачественной информации, а также из-за возможных гражданском и уголовном судебном преследовании в случае, если такое происходит постоянно.

Однако тут возникает проблема: принципиальной ролью репутационных посредников является подтверждение качества предоставляемой информации и, следовательно, снижение асимметричной информации на рынке ценных бумаг. Но асимметрия информации на рынке репутационных посредников снижает их способность выполнить эту роль.

Существует несколько достаточно известных вариантов решения этой проблемы. Первый – это вторичные репутационные посредники, которые подтверждают репутацию первичных. В Соединенных Штатах, например, инвестиционные банки, должны принадлежать либо к Нью-Йоркской Фондовой бирже, либо к Национальной ассоциации дилеров по операциям с ценными бумагами. Если из одной организации выгоняют недобросовестного участника, то он не может быть принят в другой. Таким образом, участники, которые ведут себя нечестно, не только лишаются возможности пользоваться репутацией остальных, но и вообще уходят из этого бизнеса. Но вторичные репутационные посредники также должны управляться, чтобы не переносить асимметрию информации на третий уровень.

Более эффективным решением является лицензирование. Регулирующий орган выдает лицензию посреднику, а также имеет право оштрафовать или аннулировать лицензию в случае оппортунизма посредников и возбудить против них уголовные процессы, если такое случается постоянно. Серьезные санкции, налагаемые правовой системой, плюс возможность коллек-

тивизировать издержки давления (с помощью рассеивания издержек частного давления через групповые или производные иски, а также издержек государственного давления через налоги), смогут объяснить, почему стратегия лицензирования и обязательств в большинстве случаев более распространена, чем вторичные репутационные посредники.

В результате система, в которой множество репутационных посредников подтверждает различные аспекты предоставляемой компанией информации, в то время как правительство, контролирующие органы и вторичные репутационные посредники управляют первичными, может работать очень неплохо. Однако все равно требуется постоянный контроль со стороны государства.

Эта сложная реакция на асимметричную информацию объясняет, почему многие страны не могут решить данную проблему. Сформировать сложную институциональную систему посредников и контролирующих их организаций является весьма непростой задачей, реализация которой может растянуться на годы.

Теперь, что касается проблемы контроля за принятием инвестиционных решений. Сторонники банковской модели отмечают, что даже если акционеры, имеющие право голоса, владеют информацией, у них все равно нет достаточной власти и стимулов на то, чтобы дать этой информации ход. Но они забывают, что методы ограничений оппортунизма все равно существуют и в этом случае. Низкая цена за акции, жалобы недовольных акционеров, негативные результаты экономического анализа и отзывы в прессе являются сигналами, говорящими о некачественном управлении компанией. А такая репутация означает сложности для компании в привлечении капитала для новых коммерческих предприятий. Комбинация таких факторов, как большая открытость информации, меньший риск и, возможно, более квалифицированные менеджеры, но в тоже время обязательное предоставление информации, которая может навредить фирме, может обеспечить, возможно, большую, но точно никак ни намного меньшую дисциплину, чем ту, которую обеспечивает рынок капитала банковской модели.

В качестве аргумента в пользу банковской системы зачастую приводится тот факт, что для эффективного функционирования рынка ценных бумаг необходима уже сформированная система комплиментарных институтов, работающих четко и согласованно. На примере одних только репутационных посредников мы

можем в этом убедиться. А именно в условиях трансформационной экономики такой системы нет, и сформировать ее очень сложно, долго и дорого. Однако для того, чтобы эффективно функционировала банковская система, должна быть сформирована не менее сложная система комплиментарных институтов.

Функционирование банковского сектора не противоречит одновременному функционированию рынка ценных бумаг. Напротив, они могут и должны быть комплиментарны друг другу. Рынок ценных бумаг будет работать эффективно в том случае, если участниками торгов ценными бумагами на фондовых биржах будут различные финансовые организации и банки в том числе и главным образом. Кроме этого, банки могут выполнять, по крайней мере на первых этапах, функции репутационных посредников с помощью операций андеррайтинга. Тем самым, имея возможность осуществлять мониторинг приватизированных компаний, а также снизить проблему нехватки инвестиционных ресурсов и подготовить почву для дальнейшего развития всей финансовой системы. В то же время для эффективной работы банковской системы необходим эффективный рынок ценных бумаг.

Проблема ограничения оппортунистического поведения внутренних участников деятельности фирмы заключается не в выборе между банковской системой и рынком ценных бумаг, а в формировании финансовой системы, основанной на их взаимодополнении. Механизм этого взаимодополнения должен форми-

роваться постепенно, в зависимости от национальных условий в каждой конкретной стране.

Литература

1. B.S.Black. The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets. Available at <http://papers.ssrn.com> (Social Science Research Network)
2. Baums T. Corporate Governance System in Europe – Differences and Tendencies of Convergence. Available at <http://papers.ssrn.com> (Social Science Research Network)
3. Корпоративное управление в переходных экономиках, инсайдерский контроль и роль банков/Под ред. Масахико Аоки, Хьюнг Ки Кима. – Сп-б.: Лениздат, 1997.
4. Лемещенко П.С. Теоретическая экономика: структура, классические традиции и новые тенденции. – Мн.: БГУ, 2001.
5. Поважный А.С. Проблемы управления и организации деятельности акционерных обществ в Украине. – Донецк, ИЭП НАН Украины, 2002.
6. Поважный А.С. Трансформационные процессы корпоративного управления. – Донецк, ИЭП НАН Украины, 2001.
7. Ченг Ф. Ли, Джозеф И. Финнерти. Финансы корпораций: теория, методы и практика. Пер. с англ. – М.:ИНФРА-М, 2000
8. Экономика Украины. № 1-12, 2003-2005.
9. <http://cepa.newschool.edu>

Статья поступила в редакцию 20.01.2006

О.В. ШЕПЕЛЕНКО, к.ф.-м.н.,

Институт экономики промышленности НАН Украины, г. Донецк

ВЛИЯНИЕ КРУПНОГО БИЗНЕСА НА ФОРМИРОВАНИЕ РЫНОЧНЫХ ИНСТИТУТОВ

В последнее время в Украине, а большей частью в России активизировались исследования по институциональной экономической теории, прикладным разработкам, выполненным с помощью инструментария этой теории для понимания причин и закономерностей текущего периода общественного и экономического развития постсоветских стран. Этой проблематике посвящены публикации известных специалистов [1 - 7].

Опыт развитых стран показывает, что крупные предприятия являются основной формой ведения бизнеса, обеспечения конкурентоспособности крупных структур на мировом

рынке, что в конечном итоге выливается в экономическую безопасность государства. Однако трансформационные процессы в Украине, как и в России, не дают оснований полагать, что в целом формируется мощная экономика, реализуется экономическая политика, направленная на упрочение позиций отечественных субъектов хозяйствования на внешних рынках.

К примеру, специалисты Всемирного Банка обеспокоены якобы высокими масштабами концентрации производства на российских предприятиях. По их оценкам, 22 круп-

© О.В. Шепеленко, 2006