

Кайсин А.Р.,
аспирант Томского государственного архитектурно – строительного
университета, removich@list.ru

Управление транзакционными издержками российского фондового рынка

Статья посвящена актуальной проблеме российского фондового рынка – проблеме управления транзакционными издержками, возникающих при взаимодействии участников фондового рынка.

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

Интенсивность использования процедуры IPO возрастает. По оценке Citigroup, объем первичных публичных размещений российских компаний в 2006-2007 годах составит 38,3 млрд долл. США, что это почти в 6,5 раза больше, чем за десятилетие с 1996 по 2005 год. Всего в этом и следующем годах IPO проведут 48 российских компаний по сравнению с 26 эмитентами за период с 1996 по 2005 год. Как прогнозируют аналитики Citigroup, бум российских IPO пойдет на спад в 2008 году.¹

Несмотря на позитивные шаги, эмиссии ценных бумаг, по оценке, лишь 3-5 процентов удовлетворяют потребность Российских предприятий в денежных ресурсах. Важнейшей проблемой в данной области являются высокие транзакционные издержки, обусловленные слабой эффективностью применения законодательства, отсутствием прозрачности деятельности эмитентов, обостренной конфликтностью интересов собственников.

Дело в том, что на данный момент анализ любых издержек ведется с целью повышения экономической эффективности. Однако транзакционные издержки представляют собой особый вид издержек. Поэтому применительно к ним следует уточнять, что понимается под «решением проблемы транзакционных издержек».

Теоретические сомнения в целесообразности минимизации транзакционных издержек находят подтверждение на практике: транзакционные издержки позволяют получить дополнительную прибыль, либо экономию на производственных издержках, большую, чем величина транзакционных затрат. Транзакционные издержки связаны с установлением и обеспечением экономического взаимодействия, поэтому, следуя идеи минимизации транзакционных издержек, невозможно достичь определенного экономического эффекта — реализации целей экономическими агентами посредством взаимодействия.

Рассмотрим на примере облигационного займа города Томска затраты на размещение (табл. 1).

Размещение облигаций Томского городского займа 2004 года общим объемом 300 млн. рублей завершилось 26 января 2005 года на Московской

¹ <http://www.fd.ru/news/22781.html>

межбанковской валютной бирже. Чистая выручка от размещения облигаций Томского городского займа составила 301 245 тыс. рублей. Доля транзакционных издержек от общего объема составила порядка 1,81%.

	Вид затрат	Сумма, тыс.руб.
1	Вознаграждение Ген. агента (ЗАО «АВК»)	4 955,73
2	Комиссия биржи (ЗАО «ММВБ»)	223,25
	- за допуск к размещению	162,84
	- биржевая комиссия	60,41
3	Комиссия депозитария (НП «НДЦ»)	120,03
	- открытие счета ДЕПО	120,03
4	Комиссия платежного агента (НП «НДЦ»)	77,62
	- выплаты купонного дохода	16,36
	- погашение номинальной стоимости	61,26
5	Прочие затраты (пересылка документов, подготовка информационного буклета и т.д.)	71,18
	ИТОГО:	5 447,81

Таблица 1. Перечень издержек при проведении Томского городского облигационного займа 2004 года.

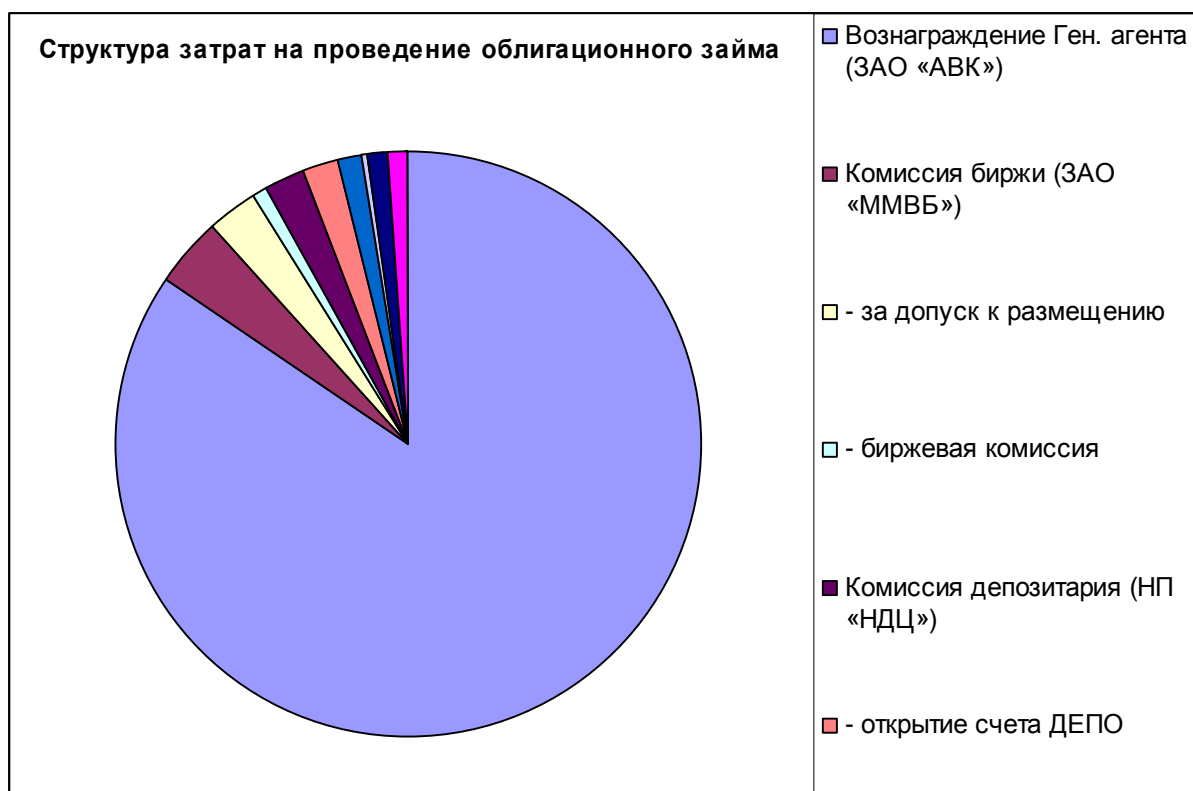


Схема 1. Структура издержек при проведении Томского городского облигационного займа 2004 года.

Проследить изменение динамики издержек на примере облигационного займа города Томска довольно сложно по причине их небольшого количества.

Рассмотрим повременную динамику издержек при выпуске облигационных займов Томской области.

Год	Объём эмиссии, млн. руб.	Вознаграждение, млн. руб.
2003	400	3,2
2004	500	4,7
2004(2)	600	3,6
2005	900	4,77
2006	1001	2,95



Схема 2. Динамика издержек при размещении Томских областных облигационных займов.

К факторам повлиявшим на динамику величины издержек можно отнести:

- Увеличение эффективности инфраструктуры фондового рынка в период с 2003 по 2006;
- Увеличение объёма выпусков;
- Администрации области был накоплен положительный опыт размещения;
- Повышение кредитного рейтинга области ведущими рейтинговыми агентствами;
- Стоит обратить внимание на увеличение стоимости размещения в 2004 году, основное влияние оказала конъюнктура финансового рынка в связи с «делом Юкоса».

Определим факторы (табл. 2) различным образом влияющие на поведение предприятий. На основе имеющейся информации принимается решение о действиях, которые необходимы для обеспечения себя необходимыми инвестиционными ресурсами. Такие решения могут выражаться в активном поиске необходимых ресурсов, в ожидании появления необходимого ресурса, в обращении к специализированной организации для осуществления какого либо вида размещения.

По совокупности принимаемых решений в конечном итоге формируются рынки с преобладанием той или иной формы транзакционных издержек, свидетельствующих о типе рынка.

№ п/п	Выражение факторной величины	Описание фактора
1	2	3
1.	M_c	Денежные транзакционные издержки конкретной сделки экономического субъекта (транзакционные издержки, находящиеся в цене ресурса);
2.	N_c	Неденежные транзакционные издержки конкретной сделки экономического субъекта (усилия хозяйствующего субъекта по поиску, ожиданию необходимого ресурса);
3.	N_{c_s}	Транзакционные издержки по поиску необходимого ресурса;
4.	N_{c_w}	Транзакционные издержки, связанные с ожиданием появления необходимого ресурса;
5.	S_c	Издержки обращения к специализированной организации (транзакционные действия в денежном выражении);
6.	C_p	Издержки по производству требуемого ресурса;
7.	I_c	Издержки внутрифирменной координации;

Табл. 2 Транзакционные факторы поведения держателей интересов.

Следует отметить, что в качестве дополнительных факторов принятия решений могут рассматриваться особенности налогообложения, издержки открытости экономических субъектов, технологические условия и т.п.

В случае проведения размещения предприятию приходится исследовать рынок и в зависимости от какой либо мотивации производить действие, необходимо заметить, что параметр выгодности не всегда будет определяющим для данной мотивации. Представим модель поведения в виде логической блок-схемы – Рис. 1.

Охарактеризуем каждый этап принятия решений:

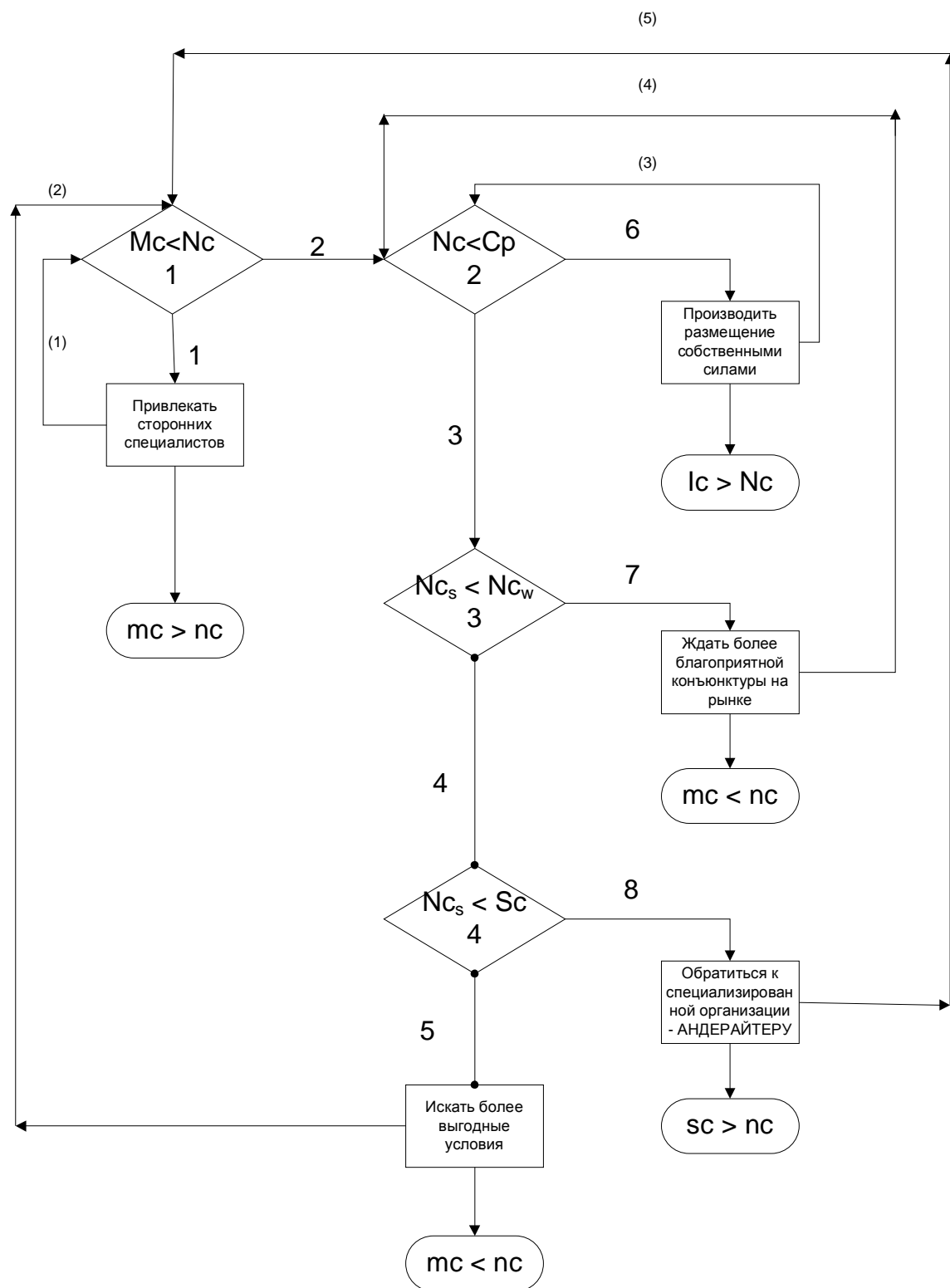
I. Соотношение между денежными и неденежными транзакционными издержками. В случае $M_c < N_c$ неденежные транзакционные издержки превышают денежные транзакционные издержки для эмитента. Соизмеримость данных факторов основана на индивидуальной оценке эмитентом величины неденежных транзакционных издержек и их соотношения с денежными транзакционными издержками. Для данной ситуации характерна высокая стоимость оценки качества эмиссии, а также труднодоступность информации о возможности того или иного вида привлечения средств. Экономическому субъекту выгоднее понести денежные издержки на осуществление эмиссии, чем нести дополнительные транзакционные издержки по его поиску или ожиданию. Экономический субъект принимает решение **покупать** ресурс. Данная ситуация была свойственна российскому фондовому рынку в начале 2000 года, когда IPO только начали проводиться.

В случае $M_c > N_c$ денежные транзакционные издержки превышают неденежные транзакционные издержки. Цена эмиссии слишком высока. Эмитент встает перед II парой альтернатив.

II. Соотношение между неденежными транзакционными издержками и издержками эмиссии собственными силами.

В случае $N_c > C_p$ издержки по поиску или ожиданию эмиссии превышают издержки его проведения собственными силами. Эмитент принимает решение проводить эмиссию. В данной ситуации денежные транзакционные издержки превышают неденежные транзакционные издержки, вместе с тем последние превышают издержки по привлечению средств собственными силами. Совокупные транзакционные издержки стремятся к минимуму, однако возрастают издержки внутрифирменной координации ($I_c > N_c$), по причине того что все затраты ложатся на менеджмент предприятия

В случае $N_c < C_p$ издержки по поиску возможности эмиссии ниже издержек его проведения собственными силами. Экономический субъект встает перед III парой альтернатив.



III. Соотношение между издержками поиска и ожидания появления возможности эмиссии с более низкой ценой.

В случае $N_{cs} < N_{cw}$ издержки поиска возможности меньше издержек ожидания появления возможности эмиссии с более низкой ценой. Экономический субъект встает перед IV парой альтернатив.

В случае $N_{c_s} > N_{c_w}$ издержки поиска необходимого ресурса превышают издержки ожидания. Эмитент принимает решение **ждать** появления возможности с более низкой ценой. Данная ситуация свойственна сейчас многим Российским предприятиям.

IV. Соотношение между издержками эмиссии собственными силами и издержками обращения к специализированной организации.

В случае $N_{c_s} < S_c$ издержки самостоятельной работы по эмиссии меньше издержек обращения к специализированной организации - андеррайтеру. Экономический субъект принимает решение **искать** возможности эмиссии. Информация о эмиссии доступна, а издержки оценки качества незначительны. Стоимость получения дополнительной информации также незначительна. Рынок можно охарактеризовать как типовой, близкий к совершенному. На типовых рынках осуществление транзакционных действий по силам любому экономическому субъекту, денежные транзакционные издержки близки к нулю, неденежные транзакционные издержки минимальны. В случае $N_{c_s} > S_c$ издержки собственными силами превышают издержки обращения к специализированной организации. Эмитент принимает решение обратиться к специализированной организации. Доступ к информации ограничен.

Характеристика циклических связей:

(1) - возвращение к альтернативам I. В процессе рутинизации процесса детального ознакомления с методами размещения ценных бумаг, эмитент может принять решение по поиску альтернатив или эмиссии (переход к альтернативам II).

(2) - возвращение к альтернативам I. В процессе поиска альтернатив эмитент возвращается к выбору между эмиссии и продолжением выбора соответствующих альтернатив.

(3) - возвращение к альтернативам II. При эмиссии собственными силами, эмитент постоянно актуализирует собственное поведение, анализируя ситуацию на рынке, что выражается в поиске более выгодного привлечения.

(4) - возвращение к альтернативам II. Чем больше ожидание, тем выше неденежные транзакционные издержки. Эмитент вынужден возвращаться к альтернативам поиска или эмиссии.

(5) - возвращение к альтернативам II. Пользуясь услугами специализированной организации, осуществляющей транзакционные действия, экономический субъект продолжает искать более приемлемые варианты привлечения средств.

Данная схема позволяет в целом взглянуть на проблемы выявления, оценки и уменьшения транзакционных издержек, оказывающих существенное влияние на функционирование фондового рынка. При выработке на фондовом рынке мер по снижению транзакционных издержек в национальной экономике необходимо учитывать факторы принятия решений экономическими субъектами и их стремление к уменьшению транзакционных издержек.

В условиях переходной экономики, характеризующейся высокими транзакционными издержками, экономическая организация стремится к интеграции. Крупные предприятия выбирают активную деловую стратегию, ведущую к увеличению уровня коррупции и повышению транзакционных издержек для других экономических субъектов.²

Сейчас предприятиям важно понять, что транзакционные издержки отличаются от обычного вида издержек.

Уменьшение данного вида издержек в конечном счёте не всегда даст увеличение прибыли. Оценивать эффективность регулирования транзакционных издержек по прибыли не имеет смысла.

На данный момент ситуация складывается таким образом, что предприятия умышленно идут на увеличение транзакционных издержек для получения выгоды в дальнейшем. Но пойти на это могут не многие, поскольку не готовы вкладывать в «будущее». Как следствие существенные проблемы с первичным размещением у малых и средних предприятий.

Данные издержки могло бы понести на себе государство, понесённые на данном этапе развития фондового рынка издержки, смогут окупиться в ближайшее время за счёт массовых IPO, которые безусловно улучшат инвестиционный климат в России, существенно увеличат ВВП и самое главное дадут гораздо больше инвестиционных возможностей для инвесторов.

В последние пять лет исполнительная власть начинает прислушиваться к доводам институционального подхода и делать соответствующие шаги в направлении совершенствования институциональной среды и инфраструктуры национальной экономики. Однако предпринимаемые правительством действия являются лишь малой долей того, что необходимо сделать. Для того чтобы фондовый рынок выполнял свои функции, эффективно требуются значительные улучшения институциональной среды, а так же более согласованные и решительные действия.

Список источников:

1. <http://www.fd.ru/news/22781.html>
2. <http://www.zakaz.tomsk.ru/>
3. Узяков М.Н. Трансформация российской экономики и возможности экономического роста. М.: Издательство ИСЭПН, 2000., 110 с.
4. Демченко А. Битва за Российские IPO // Рынок ценных бумаг №10 (313), 2006. – С. 24.

² Узяков М.Н. Трансформация российской экономики и возможности экономического роста. М.: Издательство ИСЭПН, 2000., 110 с.