

УПРАВЛІННЯ ЕМІСІЙНОЮ ПОЛІТИКОЮ ПІДПРИЄМСТВ ПОВІТРЯНОГО ТРАНСПОРТУ ШЛЯХОМ ОПТИМІЗАЦІЇ ТРАНЗАКЦІЙНИХ ВИТРАТ

Національний авіаційний університет

У статті розглядаються питання підвищення ефективності емісійної політики підприємств повітряного транспорту з точки зору зменшення транзакційних витрат інвесторів.

Постановка проблеми

Однією з основних задач сучасного уряду України є перехід до інноваційної моделі розвитку економіки держави [5]. Інноваційна модель розвитку передбачає як найбільш ефективне використання наукового потенціалу. Але при цьому виникає гостра необхідність у додаткових фінансових ресурсах. Особливо гостра ця проблема стосується підприємств повітряного транспорту, адже саме ці підприємства вимагають значних коштів для постійної підтримки безпеки польотів та високої конкурентоздатності.

При командній економіці, під час радянської епохи, весь сектор транспортних підприємств приводився в дію шоріше наказом, ніж комерційними принципами і повітряний транспорт був дешевим у результаті державних дотацій. З введенням демократії і рухом до ринкової економіки галузь повітряного транспорту піддалася радикальному перетворенню. Дотації попередньої епохи зникли, а комерційні принципи вимагають, щоб транспортні підприємства виступали в якості самостійних господарських одиниць, що працюють в умовах конкуренції.

Для того, щоб відповідати зростаючим вимогам до перевезень і успішно протистояти зростаючій конкуренції, підприємствам повітряного транспорту не-

обхідна постійна модернізація. Тому існує гостра необхідність пошуку нових джерел фінансування розвитку галузі повітряного транспорту. Вирішальною умовою реалізації заходів для виходу транспортних підприємств із кризи є створення господарського механізму, що забезпечує ефективно приведення в дію економічних законів на підприємствах повітряного транспорту. Так, багато підприємств повітряного транспорту України змінили свою форму власності з державної на акціонерну (див. табл. 1), що, у більшості випадків, позитивно вплинуло на їх діяльність.

У закордонній практиці одним з найважливіших механізмів залучення підприємствами коштів є емісія цінних паперів. В останні роки і в Україні намітився ряд позитивних тенденцій до розвитку практики емісії цінних паперів як механізму залучення грошових ресурсів. Як приклад, можна навести найбільші вітчизняні авіакомпанії – закрите акціонерне товариство «Аеросвіт» та спільне закрите акціонерне товариство «Міжнародні авіалінії України», які успішно застосували такий механізм залучення коштів. Зараз на ці авіакомпанії припадає виконання майже половини всіх пасажирських перевезень, і вони продовжують нарощувати їх обсяги.

Таблиця 1.

Структура організаційно-правової форми авіакомпаній та аеропортів України [4]

Організаційно-правова форма	Авіакомпанії (експлуатанти) України		Аеропорти України	
	Кількість підприємств, од.	%, від загальної кількості	Кількість підприємств, од.	%, від загальної кількості
Державне підприємство	28	31%	9	30%
Комунальне підприємство	–	–	17	57%
Відкрите акціонерне товариство	18	20%	2	7%
Закрите акціонерне товариство	8	9%	–	–
Товариство з обмеженою відповідальністю	34	38%	1	3%
Приватне підприємство	1	1%	1	3%
Холдингова компанія	1	1%	–	–
Всього	90	100%	30	100%

На сьогоднішній день, в Україні працює 36 авіакомпаній і 2 аеропорти (відповідно 29% і 7% до загальної кількості підприємств), які мають акціонерну форму власності і 28 авіакомпаній і 9 аеропортів (відповідно 31% і 30% до загальної кількості підприємств), які мають державну форму власності та 17 аеропортів (57% до загальної кількості аеропортів) комунальної власності. Тому, доцільним є постановка питання щодо проведення подальшого акціонування авіакомпаній та аеропортів України, для забезпечення можливості залучення фінансових ресурсів шляхом проведення емісії цінних паперів.

Як відомо, основною метою емісійної політики підприємства є залучення на фондовому ринку необхідного обсягу фінансових засобів у мінімально можливий термін. Розглянемо механізм залучення фінансових ресурсів на конкретному прикладі. Так, на початку поточного року був запропонований на продаж пакет акцій ВАТ «Національні авіалінії України», який склав 100% статутного фонду підприємства, в який входить 37 455 600 акцій номінальною вартістю 0,25 грн. за одиницю. Початкова ціна пакету – 9 мільйонів 400 тисяч гривень. При цьому, у відповідності до умов конкурсу покупець повинен погасити прострочену дебіторсь-

ку заборгованість ВАТ по заробітній платні робітникам підприємства у сумі 4 мільйона 800 тисяч гривень. Покупець також зобов'язується погасити заборгованість ВАТ за кредитами, що були надані комерційними банками, в сумі 2 мільйона гривень, крім того переможець конкурсу повинен реалізувати програму технічної реконструкції підприємства, передбачивши ремонт авіаційної техніки на суму 1,4 мільйона гривень і зобов'язується зберегти профіль діяльності підприємства і не допускати звільнення робітників [6]. Однак, не важко зрозуміти, що дана пропозиція не є досить привабливою для потенційних співвласників. Адже досить погане технічне оснащення, застарілий авіаційний парк, а на додачу до цього ще й необхідність погасити борги підприємства ставить під сумнів, що покупка акцій ВАТ «Національні авіалінії України» принесе дохід їх власникам. Хоча не можна не згадати досить вдалий досвід продажу акцій російських компаній при майже подібних умовах.

Формулювання цілей статті

Звичайно, емісійна діяльність підприємства охоплює широкий спектр проблем. У даній статті ми зупинимося на розгляді однієї з найважливішої проблем даної області – на проблемі високих тран-

закційних витрат інвесторів, обумовлених слабкою ефективністю застосування законодавства, відсутністю «прозорості» діяльності емітентів, загостреної конфліктністю інтересів власників, властивій перехідній економіці України. Тому, на перший план виходить необхідність виявлення і рішення проблем, що перешкоджають використанню ринку цінних паперів вітчизняними підприємствами в залученні грошових ресурсів, а саме проблем, зв'язаних з конфліктами інтересів на підприємствах, що призводять до виникнення транзакційних витрат у інвесторів, що здійснюють вкладення в цінні папери даних підприємств.

Аналіз останніх досліджень

Транзакційні витрати – це витрати взаємодії між економічними агентами. Першим, хто виявив наявність транзакційних витрат, є Рональд Коуз, що написав по даній темі роботу «Природа фірми» ще у 1937 році [2]. Існують також численні роботи, що використовують основні положення теорії транзакційних витрат стосовно емісії цінних паперів. Серед таких робіт можна відзначити праці А. Гомеса, С. Датта, М. Іскандар-Датта, С. Ламмера, Х. Леланд, Р. Мазуліса, М. Пагано, Ф. Панетті, Р. Райана, Е. Екбо й інших.

Виклад основного матеріалу

Транзакційні витрати виникають на різних стадіях взаємодії. Одна частина витрат відноситься до моменту початку акта взаємодії (збір інформації), інша приходить на момент оформлення встановлення взаємодії (переговори і укладення контракту), третя носить після контрактний характер (засоби безпеки, що спрямовані проти дій, які можуть нашкодити контрагенту, заходи для відновлення порушених прав власності).

Можна виділити такі основні види транзакційних витрат [3]:

- витрати пошуку інформації – витрати такого роду складаються з витрат часу і ресурсів, необхідних для ведення пошуку, а також із втрат, зв'язаних з неповнотою і недосконалістю одержуваної інформації;

- витрати виміру – витрати на оцінку якості товару, послуги, угоди, а також витрати, зв'язані з помилками в даній оцінці;

- витрати специфікації і захисту прав власності – складають витрати часу і ресурсів, необхідних для поновлення порушених прав, а також втрати від поганої їхньої специфікації і ненадійного захисту;

- витрати опортуністичного поведіння (у т.ч. агентські витрати) – це витрати несумлінного поведіння партнера, що порушує умови угоди чи націленого на одержання односторонніх вигод на шкоду іншому партнеру;

- витрати колективного прийняття рішень – виникають у випадку, якщо прийняті рішення (наприклад, на зборах акціонерів) не оптимальні для всіх членів такого колективу.

Джерелом утворення транзакційних витрат є конфлікти інтересів, що обумовлюються прагненням кожного агента максимізувати власну (особисту) вигоду і підкріплюються обмеженими здібностями економічних агентів у прийнятті найбільш раціональних рішень через неможливість володіння повною інформацією і неможливості завжди використовувати весь обсяг своїх інтелектуальних можливостей (наприклад, через недолік часу чи небажання витратити час).

Транзакційні витрати, що виникають як наслідок конфліктів інтересів, виражаються в зниженні ефективності діяльності економічних агентів, у перерозподілі економічного ефекту від одного агента до іншого. Усвідомлюючи це, постачальники грошових ресурсів (інвестори) будуть визначати ринкову вартість цінних паперів з урахуванням даних витрат.

Таким чином, транзакційні витрати проходять оцінку реальними і потенційними акціонерами, що відбивається на ринковій вартості акцій. Підприємство-емітент же може впливати на конфлікти інтересів і, отже, впливати на ринкову вартість цінних паперів шляхом прийняття визначених рішень по емісії цінних паперів і їхньої практичної реалізації, що здатні змінити рівень конфліктності інтересів і транзакційних витрат акціонерів.

Здійснення емісії цінних паперів з тими чи іншими параметрами може як збільшити, так і зменшити конфлікти інтересів, рівень транзакційних витрат інвесторів, викликаних даними конфліктами, і, отже, відіб'ється на ринковій вартості цінних паперів як нової емісії, так і паперів, що вже знаходяться в обертанні.

Визначимо склад економічних агентів, чий взаємини і конфлікти інтересів важливі через їхній вплив на транзакційні витрати інвесторів. Даними агентами є: менеджер підприємства, великі і дрібні акціонери, кредитори – власники облігацій. Однак нас цікавлять вони не самі по собі, а їхні взаємини, конфліктність їхніх інтересів і вплив конфліктів на рівень транзакційних витрат, зв'язані з інвестуванням у цінні папери підприємства.

Транзакційні витрати – це різного роду економічні втрати у виді прямих збитків, недоотриманого прибутку, причинами яких є вищезгадані конфлікти інтересів. Економічними агентами, що несуть дані витрати, є інвестори, що вкладають кошти в цінні папери підприємства. Розглянемо поведінку таких економічних агентів як власники облігацій і дрібні акціонери.

Оскільки дрібні акціонери і кредитори – власники облігацій діють в умовах їхніх обмежених здібностей до прийняття найбільш раціональних рішень через відсутність у них повної інформації і неможливості використовувати весь обсяг своїх інтелектуальних можливостей, вони не здатні точно оцінити обсяг транзакційних витрат, зв'язаних з володінням цінними паперами.

Оцінивши рейтинг транзакційних витрат дрібних акціонерів і кредиторів – власників облігацій, емітент повинний у такий спосіб вибрати параметри передбачуваної емісії (наприклад, вид цінних паперів, обсяг прав, що закріплюються за цінним папером, метод розміщення), щоб це не привело, принаймні, до істотного збільшення очікуваного рейтингу транзакційних витрат.

При прийнятті рішень, зв'язаних з емісією цінних паперів, необхідно, насамперед, стежити за зміною ряду факто-

рів-сигналів, що безпосередньо залежать від даних рішень і які сигналізують інвесторам про їх транзакційні витрати.

Унаслідок цього доцільно використовувати рейтинговий підхід, що дає відносну оцінку рівня транзакційних витрат на основі аналізу факторів-сигналів, зіставляючи на їхній основі цінні папери різних видів і різних емітентів.

З метою кількісного виміру рейтингів транзакційних витрат були виділені наступні фактори-сигнали:

для визначення транзакційних витрат дрібних акціонерів:

- фактори-сигнали першої групи: захист прав і інтересів дрібних акціонерів у законодавстві; ефективність правозастосування; якість розкриття інформації;

- фактори-сигнали другої групи: частка генерального директора; концентрація власності;

- фактор-сигнал третьої групи: моніторинг банків і інших кредиторів.

для визначення транзакційних витрат кредиторів – власників облігацій:

- фактори-сигнали захисту прав і інтересів кредиторів у законодавстві; ефективності правозастосування.

Дані фактори-сигнали можуть свідчити про рівень транзакційних витрат інвесторів.

Існує методика [3], що дозволяє підприємству порівняно легко й оперативно оцінити рейтинг транзакційних витрат дрібних акціонерів і кредиторів – власників облігацій, і розрахувати прогностичне значення даного рейтингу при прийнятті тих чи інших рішень по емісії цінних паперів.

Для розрахунку рейтингів транзакційних витрат дрібних акціонерів і кредиторів – власників облігацій необхідно здійснити наступні дії:

1. Попередньо розрахувати значення факторів-сигналів для визначення величин рейтингів транзакційних витрат, у т.ч.:

- а) визначити бальне значення захисту прав акціонерів у законодавстві (значення може варіюватися від 0 до 7);

б) визначити бальне значення захисту прав кредиторів у законодавстві (значення може варіюватися від 0 до 4);

в) визначити бальне значення ефективності застосування законодавства. Для розрахунку необхідні окремі значення параметрів Міжнародного посібника з композитних ризиків країн (*Composite International Country Risk Guide, ICRG*) компанії *PRS Group*. (Рейтингове значення може варіюватися від 0 до 16);

г) визначити бальне значення розкриття інформації підприємством (значення даного бала варіюється в діапазоні від 0 до 50);

д) визначити частку акцій підприємства, що знаходяться у власності генерального директора. Якщо ця частка виявиться менше 5% акцій, то фактор-сигнал частки генерального директора дорівнює 0, а якщо дорівнює чи більше 5%, то 1;

е) розрахувати індекс кількості великих акціонерів підприємства. Для цього визначити кількість великих акціонерів підприємства. Великим є акціонер, що володіє не менш 5% акцій підприємства. Далі на основі кількості акціонерів визначити індекс кількості акціонерів у такий спосіб: якщо в підприємства немає великих акціонерів, то значення індексу дорівнює 0. Якщо будь-яке інше значення від 1 до 20, то індекс розраховується: 21 мінус кількість великих акціонерів. Значення індексу кількості великих акціонерів може варіюватися від 0 до 20;

ж) розрахувати процентне значення сукупної частки усіх великих акціонерів. (Значення даного показника може варіюватися від 0 до 100%);

2. При використанні рейтингів транзакційних витрат для прийняття рішень по емісії цінних паперів доцільно керуватися окремо рейтингами транзакційних витрат дрібних акціонерів S_a і кредиторів – власників облігацій S_o . Причому рейтинг S_a також можна розділити на складові, утворені відповідно на основі значень факторів-сигналів першої групи і факторів-сигналів другої групи. Рейтинг же транзакційних витрат кредиторів – власників

облігацій ґрунтується тільки на факторах-сигналах захисту прав і інтересів кредиторів у законодавстві.

Сукупний рейтинг транзакційних витрат інвесторів S є сумою двох даних рейтингів (S_a і S_o). Діапазон зміни сукупного рейтингу транзакційних витрат для підприємства – від 0 до 200. Чим вище значення, тим нижче транзакційні витрати.

Таким чином, необхідно з безлічі варіантів емісії, кожний з яких відрізняється унікальним набором параметрів (наприклад, вид цінного папера і набір прав, що закріплюються за її власником, форма і порядок розміщення і т. д.) вибрати такий варіант, який би забезпечував максимальне значення рейтингу S .

Якщо керуватися даною методикою, то однієї з задач емітента при випуску цінних паперів є прийняття таких рішень по емісії, які б відповідали не тільки фінансовій і іншій потребам підприємства, але і, принаймні, не сприяли б збільшенню транзакційних витрат інвесторів.

Можна виділити основні проблеми, зв'язані з транзакційними витратами дрібних акціонерів і кредиторів – власників облігацій, що існують в Україні. У нашій країні жоден з механізмів, покликаних обмежувати транзакційні витрати (концентрація власності, розкриття інформації, захист прав і інтересів інвесторів законодавством, моніторинг із боку банків і інших кредиторів), не розвинений (чи, принаймні, не досить розвинутий). Сучасна ситуація характеризується одночасно як слабким рівнем захисту прав і інтересів інвесторів законодавством (особливо, у частині ефективності правозастосування), нерозвиненістю ринку цінних паперів, недосконалістю практики розкриття інформації, обмеженістю моніторингу кредиторів.

Для того, щоб підприємства-емітенти могли використовувати ринок цінних паперів для залучення грошових ресурсів (цьому повинне сприяти зниження транзакційних витрат), необхідна реалізація практичних заходів по ряду напрямків:

для держави і її регулятивних органів на ринку цінних паперів:

- посилення контролю за виконанням законодавства, вироблення судової практики в області законодавства по захисту прав інвесторів;

- удосконалення вимог до розкриття інформації, розвиток інфраструктури по розкриттю інформації;

- навчання акціонерів принципам взаємовідносин з менеджментом, нормам корпоративного керування;

- законодавче встановлення необхідності виплати дивідендів;

- для підприємств, зацікавлених у залученні грошових ресурсів за допомогою фондового ринку;

- добровільний перехід до більш твердих стандартів звітності і розкриття інформації в порівнянні з вимогами російського законодавства;

- одержання лістинга на біржі для цінних паперів, що вже знаходяться в обертанні;

- посилення ролі великих акціонерів і кредиторів у контролі за діяльністю підприємств;

- використання політики залучення додаткових грошових ресурсів, що враховує необхідність зниження транзакційних витрат.

Однак у реалізації цих мір необхідно використовувати диференційований підхід до різних підприємств.

Так, підприємства повітряного транспорту, що утворилися, як правило, у процесі приватизації, і в силу різних причин – мало привабливі для інвесторів, є найбільш проблемними з погляду рівня транзакційних витрат для акціонерів. Це визначається тим, що для таких підприємств майже не існує механізмів обмеження даних витрат: часто відсутні великі власники; немає ліквідного ринку для цінних паперів підприємства; підприємства не користуються довгостроковими позиками. Також акціонери даних підприємств, не маючи ніяких механізмів контролю за діяльністю менеджменту і можливостей продати свої акції, дозволяють

генеральному директору безроздільно панувати на підприємстві, абсолютно не піклуючись про їхні інтереси.

Щоб зрушити з мертвої крапки дану ситуацію, необхідно реалізувати міри в наступних напрямках:

- включення цінних паперів даних підприємств у лістинг однієї з торгових площадок країни;

- вимагати від даних підприємств розкриття інформації про свою діяльність;

- нароботка практики судового захисту акціонерів;

- законодавче встановлення необхідності виплати дивідендів;

- використання політики залучення додаткових грошових ресурсів, що враховує необхідність зниження транзакційних витрат.

Розглянемо дані напрямки докладніше.

1. Включення цінних паперів даних підприємств у лістинг однієї з торгових площадок країни. До складу мір може входити розробка системи економічних стимулів, а, можливо, – і законодавче встановлення терміну, протягом якого дані підприємства повинні докласти всі зусилля для одержання лістингу.

Виникаючий при цьому контроль з боку організатора торгівлі, професійних учасників ринку цінних паперів і інвесторів, по-перше, дозволить дисциплінувати менеджмент підприємств, а саме – змусить їх суворіше дотримувати права акціонерів, розкривати інформацію, упорядкувати фінансову звітність, а, по-друге, – створить передумови для розвитку ринку цінних паперів даних акціонерних товариств, що надасть можливість акціонерам реалізувати свої вкладення, а підприємствам – залучити додаткові інвестиції.

2. Вимагати від даних підприємств розкриття інформації про свою діяльність. Необхідність застосування строгих вимог до розкриття інформації обумовлена тим, що, у більшості випадків, підприємства повітряного транспорту мають велике число дрібних акціонерів, які в індивідуальному порядку не мають можливості оперативного ознайомлення з інформацією про діяльність підприємства. Законодавчо

встановлений обов'язок представлення підприємством будь-якому акціонеру по його вимозі інформації і документів має на увазі лише досить тривалу бюрократичну процедуру письмового запиту. Особливу проблему складає одержання інформації про такі підприємства для акціонерів, що не є його працівниками.

3. Нароботка практики судового захисту акціонерів. Однієї з найбільш важливих проблем транзакційних витрат інвесторів в Україні є вкрай низька ефективність застосування законодавства. Отже, у даному напрямку необхідні самі рішучі реформи, і, насамперед, реформа судової системи. Крім того, судові процеси, що відбуваються по справах конфліктів між акціонерами, між акціонерами і підприємством чи його менеджментом, повинні підлягати суспільному розголосу.

4. Законодавче встановлення необхідності виплати дивідендів. В даний час відповідно до вітчизняного законодавства у підприємств – акціонерних товариств немає обов'язку виплачувати які-небудь дивіденди.

Однак через те, що дрібні акціонери підприємств часто не одержують ніяких доходів від своїх вкладень і при цьому не мають можливості прийняти які-небудь міри для зміни даної ситуації (через відсутність ринку для своїх цінних паперів і недостатності прав контролю), законодавче встановлення необхідності дивідендних платежів дозволить, по-перше, трохи знизити транзакційні витрати акціонерів, по-друге, частково вирішити зазначену проблему одержання доходів, по-третє, оцінювати акції виходячи з їхньої здатності генерувати реальні грошові потоки (дивіденди).

Зниження транзакційних витрат виникає через те, що при виплаті дивідендів у розпорядженні менеджменту підприємства залишається менше засобів, що можуть бути ними використані на цілі, які не відповідають інтересам акціонерів.

5. Політика залучення додаткових грошових ресурсів повинна також враховувати необхідність зниження транзакційних витрат. Для таких підприємств

найкращим є випуск звичайних акцій по закритій підписці, оскільки це веде до збільшення концентрації власності.

Висновки

Підбиваючи все вищесказане, можна зробити наступні висновки: сьогодні все більш актуальним для підприємств повітряного транспорту України становиться виявлення і вирішення проблем, що перешкоджають використанню ринку цінних паперів для залучення грошових ресурсів. У закордонній практиці одним з найважливіших механізмів залучення підприємствами коштів є емісія цінних паперів. При цьому зниження транзакційних витрат інвесторів є запорукою підвищення інтенсивності використання ринку цінних паперів як механізму залучення грошових ресурсів.

Приймаючи рішення щодо емісії цінних паперів підприємство – емітент провівши оцінку транзакційних витрат інвесторів, на додаток до існуючих методів конструювання цінних паперів, має можливість підвищити в такий спосіб ефективність емісії, тобто вплинути на ринкову вартість цінних паперів як нової емісії, так і цінних паперів, що вже знаходяться в обертанні.

Список літератури

1. Гарнер Д., Конвей Р., Оуэн Р. Привлечение капитала: Пособия Эрнст энд Янг. – М.: Джон Уайли энд Санз, 1995. – 464 с.
2. Коуз Р. Фирма, рынок и право. – М.: Дело, 1993. – 358 с.
3. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок: Профессиональный курс в Финансовой академии при Правительстве РФ. – М.: Перспектива, 1995. – 536 с.
4. За даними управління розвитку та сертифікації аеропортів України та відділу сертифікації експлуатантів, станом на 20.11.2002 р.
5. За матеріалами науково – практичної конференції «Затвердження інноваційної моделі розвитку економіки України», яка пройшла у Києві 20 лютого 2003 року.
6. www.avia.ru Авиационная Баннерная Сеть.