

А. А. Лактионова, канд. экон. наук, И. С. Чишко, аспирант, Донецкий национальный университет

ТРАНСАКЦИОННЫЕ ИЗДЕРЖКИ КАК ФАКТОР ФОРМИРОВАНИЯ ФИНАНСОВОЙ ГИБКОСТИ СУБЪЕКТОВ ХОЗЯЙСТВОВАНИЯ

В статье обобщены подходы к определению сущности трансакционных издержек. Проанализированы теории структуры капитала и выявлены потенциально возможные трансакционные издержки, возникающие при формировании финансовой гибкости субъектов хозяйствования. Рассмотрена взаимосвязь финансовой гибкости и трансакционных издержек.

Ключевые слова: трансакционные издержки, виды трансакционных издержек, финансовая гибкость, теории структуры капитала.

Постановка проблемы. В современных условиях в связи с переходом экономических систем на более высокий уровень развития, усложнением экономических отношений, дальнейшей специализацией и глобализацией экономического пространства тенденции к увеличению трансакционных издержек проявляются все более активно. Особенно остро вопрос управления данным видом издержек проявляется на современном этапе развития Украины, что является последствием объективных процессов формирования рыночной среды и поиском новых источников финансирования. Последнее в свою очередь актуализирует вопрос формирования финансовой гибкости субъектов хозяйствования как инструмента, направленного на снижение негативного воздействия деструктивных факторов внешней и внутренней среды, а также минимизацию трансакционных издержек. Вместе с тем, нельзя отрицать, что формирование гибкости влечет за собой возникновение определенных трансакционных издержек. Это выдвигает на первый план вопросы рационального управления структурой капитала на уровне субъектов реального сектора экономики.

Анализ последних публикаций. Исследованием проблемы трансакционных издержек занимались такие зарубежные и отечественные ученые-экономисты, как Р. Коуз, К. Эрроу, Д. Норт, У. Николсон, О. Уильямсон, Е. А. Шаститко, Н. Б. Рудык, О. В. Тарасенко, М. С. Данько и др. Сущность понятия “финансовая гибкость”, а также необходимость ее формирования изучали И. А. Бланк, А. Гамба, А. Триантис, Дж. Грэхем, А. Дамодаран, Х. Де Анджело и др.

При этом *нерешенными* остаются как теоретические, так и практические аспекты взаимосвязи финансовой гибкости и трансакционных издержек. Нечеткие методологические подходы к определению трансакционных издержек, отсутствие единого мнения относительно их классификации и типологизации, сложность информационно-статистического измерения усложняют проведение трансакционного анализа.

Целью статьи является выявление транзакционных издержек, возникающих в процессе формирования финансовой гибкости субъектов хозяйствования, а также их взаимосвязи и взаимообусловленности.

Изложение основного материала. Критический анализ существующих подходов к определению транзакционных издержек позволяет сделать вывод о том, что некоторые исследователи пытаются дать обобщенное определение данного вида издержек, например К. Эрроу, Р. Коуз, Д. Норт. Другие же рассматривают транзакционные издержки в зависимости от сферы исследования, дают конкретизирующие определения, акцентируя внимание лишь на отдельных составляющих, компонентах (У. Николсон, О. Уильямсон).

Несмотря на то, что общие определения характеризуют сущность транзакционных издержек, их природу, под эти определения могут подходить многие виды затрат, что не позволяет с точностью представить состав транзакционных издержек и затрудняет дальнейшее их исследование. Так, определение, предложенное Р. Коузом, отражало затраты механизма рыночной координации и использовалось для объяснения факта существования фирмы как способа организации хозяйственной деятельности [5]. Согласно Р. Коузу фирма возникает тогда, когда агентские затраты, связанные с обеспечением доверия, к своим агентам меньше, чем расходы функционирования рынка, т.е. транзакционные издержки.

К. Эрроу определяет транзакционные издержки как издержки по поддержанию жизнеспособности экономических систем [4, с. 248]. Если представить экономику как систему жизнеобеспечения, то транзакционные издержки можно рассматривать как издержки эксплуатации экономической системы. Д. Норт выделяет издержки оценки полезных свойств объекта обмена и издержки обеспечения прав и принуждения к их соблюдению, которые возникают из-за ценности информации и асимметричности ее распределения [3, с. 222].

В более конкретизирующих определениях транзакционных издержек дается перечисление лишь некоторых элементов, которые входят в их состав, но сфера использования данного понятия значительно сужается, т.к. акцентируется внимание лишь на тех затратах, которые играют системообразующую роль в конкретной сфере исследования. Так, О. Уильямсон говорит о транзакционных издержках как издержках, связанных с функционированием специфических активов, к которым он причисляет инвестиции, приспособленные к взаимодействиям лишь с определенным партнером, не являющиеся невозвратными [7]. У. Николсон рассматривает в качестве транзакционных плату за услуги посредников и издержки поиска и сбора информации [1, с. 211]. При этом он разделяет транзакционные издержки на эксплицитные (плата за услуги посредников) и имплицитные (издержки поиска и сбора информации). Е. А. Шаститко определяет транзакционные издержки как затраты ресурсов (денег, времени, труда и т.п.) для планирования, адаптации и контроля за выполнением взятых обязательств в процессе отчуждения и присвоения прав собственности и свобод, принятых в обществе [4, с. 248]. Таким образом, транзакционные

издержки отражают изменение или воспроизводство “правовых” характеристик.

Отметим, что для обоснования феномена трансакционных издержек существенны два момента: несовпадение экономических интересов взаимодействующих друг с другом агентов и феномен неопределенности. Неопределенность рассматривается через фрагментарность (и, как правило, искаженность) располагаемой индивидами информации и ограниченных возможностей ее переработки, которыми они (агенты) обладают. Учитывая наличие двух аспектов в объяснении трансакционных издержек, их можно интерпретировать как издержки по координации деятельности экономических агентов и снятию распределительного конфликта между ними [4, с. 250].

Именно структура и динамика трансакционных издержек (в совокупности с трансформационными издержками и технологиями) определяют формы организации хозяйственной деятельности, содержание и характер реальных трансакций.

Исследование вопроса гибкости субъектов хозяйствования было бы неполным без рассмотрения ее взаимосвязи с трансакционными издержками, наличие которых и определяет как саму необходимость, так и закономерности адаптации, ее эффективность.

Каждая из существующих теорий структуры капитала прямо или косвенно поднимала вопрос трансакционных издержек при формировании резерва долговой нагрузки, то есть в процессе формирования финансовой гибкости в узком понимании данного свойства. Так, исходя из основного положения классической теории структуры капитала об отсутствии зависимости рыночной стоимости субъекта хозяйствования от структуры его капитала, можно сделать вывод об отсутствии трансакционных издержек. Таким образом, если данные издержки равны нулю, то структурные аспекты организации экономической деятельности, сопряженные с использованием различных финансовых инструментов и распределением прав собственности (контроля), не влияют на эффективность этой деятельности. Вместе с тем, модифицированная теория Миллера-Модильяни, а также теория стационарного соотношения, рассматривающие налогообложение как фактор, определяющий выбор структуры капитала, детерминируют оптимальную структуру как структуру, при которой приведенная стоимость налоговых щитов полностью покрывает приведенную стоимость ожидаемых издержек банкротства [2, с. 51]. Отсюда следует, что чем выше долговая нагрузка, тем выше издержки банкротства. Это дает право утверждать, что формирование финансовой гибкости ведет к снижению трансакционных издержек банкротства ввиду поддержания резерва долговой нагрузки. Более того, поиск оптимальной структуры согласно данной теории связан с измерением выгод и издержек долговой нагрузки, что в свою очередь, порождает еще один вид трансакционных издержек – издержки измерения, что предполагает затраты времени, а также использование информации оценщиков, контрагентов с похожей структурой.

Актуальность вопроса о выборе структуры капитала приобретает особое значение ввиду асимметричного распределения информации между акционерами и менеджерами. Теория асимметричной информации ослабила предположение классической гипотезы о совершенстве рынка капиталов и о его информационной эффективности.

Все модели оптимальной структуры капитала, в основе которых лежит предположение об асимметрично распределенной информации, можно условно разделить на два типа – инвестиционные и сигнальные модели [2, с. 61].

В инвестиционных моделях структура капитала используется менеджерами для повышения эффективности инвестиционных проектов. При этом формируется определенная иерархия финансовых ресурсов, согласно которой менеджмент в первую очередь предпочитает использовать внутренние источники финансирования. Однако если субъект хозяйствования испытывает потребность в дополнительном внешнем финансировании, то он прибегает к эмиссии облигаций и в последнюю очередь – к эмиссии акций. Это объясняется разным уровнем асимметричности информации, причем при выпуске акций асимметричность больше, чем при выпуске облигаций в силу фиксированной доходности облигаций, а также приоритетности кредиторов при банкротстве.

Учитывая приоритетность эмиссии долга, данная модель позволяет нам сделать вывод об отрицательном воздействии финансовой гибкости на структуру капитала. Интерпретируя гибкость как резерв долговой нагрузки, ее формирование будет вести к тому, что субъект реального сектора экономики будет недооценен рынком из-за невозможности эмитировать долговые ценные бумаги. Кроме того, такое воздействие финансовой гибкости приведет к росту транзакционных издержек и снижению стоимости субъекта хозяйствования. Стоит отметить, что вследствие такой иерархии ресурсов, отдельными представителями данной модели осуществляется попытка расширить понятие финансовой гибкости. Так, согласно С. Майерсу и Н. Мейлофу менеджеры могут существенно снизить проблемы поиска дополнительного внешнего финансирования при помощи заблаговременного создания денежных резервов [2, с. 68]. Учитывая это, можно сделать вывод, что финансовая гибкость может быть определена как создание не только долговых резервов, но и резервов денежных средств.

В сигнальных моделях структура капитала используется в качестве своеобразного информационного передатчика, выдающего сигналы внешним инвесторам о текущем состоянии компании.

С точки зрения сигнальной теории, главный недостаток теории Миллера-Модильяни заключается в предположении о том, что все субъекты рынка одинаково хорошо информированы об ожидаемых потоках прибыли предприятия и соответственно точно оценивают их значение [2, с. 83]. Ослабляя данное предположение, представители сигнальных моделей приходят к выводу, что текущие изменения структуры капитала могут изменять ожидания операторов рынка относительно ее будущей стоимости.

Отсюда следует, что, изменяя свою структуру капитала, субъект хозяйствования может изменять свой класс риска, даже, несмотря на то, что его истинный класс риска остается неизменным. Увеличение долговой нагрузки субъекта хозяйствования будет расцениваться как сигнал того, что его финансовое положение является устойчивым и отсутствуют сомнения о невозможности погашения платежей по эмитированным долговым ценным бумагам.

Формирование финансовой гибкости снижает существующую информационную асимметрию между менеджерами и акционерами (внешними инвесторами) и связанные с ней транзакционные издержки вследствие поддержания долговой нагрузки на определенном уровне и подаче тем самым правдивых сигналов. Более того, она приводит и к уменьшению транзакционных издержек в части издержек оппортунистического поведения менеджеров, которые как инсайдеры, имеющие монополистический доступ к информации об истинных значениях будущих потоков прибыли, будут давать неинформированным операторам рынка – акционерам правдивые сведения (сигналы) об этих будущих потоках только в том случае, если у них будет побудительный мотив к этому.

Следовательно, формирование финансовой гибкости в теориях асимметричной информации имеет как положительные, так и отрицательное воздействие на структуру капитала субъекта хозяйствования. С одной стороны, она ведет к снижению определенных видов транзакционных издержек и подаче правдивых сигналов внешним инвесторам, а с другой стороны – может оказать негативное воздействие на стоимость субъекта хозяйствования из-за необходимости поддержания резерва долговой нагрузки и тем самым невозможности придерживаться теории иерархии источников финансирования (инвестиционные модели).

Прямым следствием информационной асимметрии является нарастание конфликтов как внутри субъекта хозяйствования, так и с внешними контрагентами. Это привело к становлению теории структуры капитала, в основе которой лежат агентские конфликты. Отсюда структура капитала субъекта хозяйствования является своеобразным ответом на определенные ситуации, связанные с наличием конфликта интересов между различными контрагентами и необходимостью согласованности действий во время непрерывного взаимодействия агентов внутри компании. В то же время конфликт экономических агентов нельзя считать единственной причиной возникновения транзакционных издержек. Последние порождаются в значительной мере неполнотой информации или ограниченной рациональностью контрагентов и определяются уровнем информационной обеспеченности агентов, их опытом, размером организации, отраслевой принадлежностью и т.д.

Проанализировав положения данной теории, можно выделить следующие основные виды конфликтов [2]:

- 1) между акционерами и менеджментом субъекта хозяйствования, возникающие в результате асимметричного распределения информационных потоков, а также склонности менеджеров к оппортунистическому поведению, направленному на достижение собственных целей и не ограниченному соображениями морали. Согласно представителям данной теории М. Дженсену и В. Меклингу в структуре агентских расходов, которые по своему экономическому смыслу можно отнести к трансакционным издержкам, т.е. расходов принципала, связанных с нарушением агентом (менеджментом) своих контрактных обязательств, можно выделить затраты мониторинга, затраты, связанные с созданием ограничений для оппортунистического поведения со стороны менеджеров, и расходы от такого поведения, которых не удалось избежать. В качестве механизма разрешения данного конфликта учеными обосновывается увеличение долгового финансирования. Что же касается роли финансовой гибкости в регулировании данного конфликта, то, с одной стороны, она ведет к росту конфликта между менеджерами и акционерами, т.к. создается резерв долговой нагрузки, а с другой – к снижению издержек долгового финансирования и снижению возникающего конфликта между менеджментом и кредиторами;
- 2) конфликт между акционерами и кредиторами (внешними инвесторами) возникает в результате склонности акционеров принимать инвестиционные решения, подвергающие внешний заемный капитал чрезмерному риску. Трансакционные издержки для кредиторов возникают в том случае, если существует вероятность невыполнения долговых обязательств и будут заключаться в расходах на применение механизмов возврата финансовых ресурсов по средствам процедуры банкротства. В данном случае формирование финансовой гибкости будет служить механизмом разрешения данного противоречия посредством поддержания заемного капитала на уровне ниже предельно возможного. Это позволит снизить вероятность банкротства и создаст дополнительные возможности для привлечения внешнего финансирования ввиду поддержания кредитоспособности и платежеспособности субъекта хозяйствования на высоком уровне;
- 3) конфликты внутри субъекта хозяйствования как следствие конкуренции между различными группами. Наиболее распространенный тип данного конфликта – конфликт между мелкими и крупными акционерами, возникающий в результате неспособности миноритарных собственников противостоять действиям крупных акционеров, не учитывающим их интересы. Кроме данного вида конфликта, могут возникать конфликты между менеджерами, крупными акционерами и т.д.

Таким образом, формирование финансовой гибкости имеет как положительные, так и отрицательные стороны. Выгоды от создания резерва долговой нагрузки состоят в снижении агентских конфликтов между менеджментом и кредиторами (внешними инвесторами) и между

акционерами и кредиторами, а также снижении сопутствующих транзакционных издержек и издержек долгового финансирования, заключающиеся в увеличении вероятности невозможности привлечь дополнительное финансирование под высокоэффективные инвестиционные проекты в будущем на выгодных условиях. Что же касается отрицательных моментов формирования финансовой гибкости, то стоит отметить низкую степень ее воздействия на классический конфликт между акционерами и менеджментом, урегулирование которого представители данной теории структуры капитала видят в росте долговой нагрузки.

В целом анализ соответствующих теорий позволил выделить следующие виды транзакционных издержек, которые, по нашему мнению, связаны с корректировкой управленческих решений и, следовательно, определяют издержки по поддержанию гибкости функционирования экономических систем: издержки информационной асимметрии; выявления альтернатив; контроля; оппортунистического поведения и т.д.

Кроме выделенных транзакционных издержек, в ходе анализа теорий структуры капитала всем субъектам хозяйствования в процессе формирования финансовой гибкости свойственны издержки управления, заключения контрактов, издержки по изменению планов и издержки ввиду принятия неэффективных решений (реакции на изменения внешней и внутренней среды). Например, транзакционные издержки, возникающие во время заключения контрактов, связаны в первую очередь с проблемами разработки условий контракта, согласования их между сторонами, что также требует затрат ресурсов и времени. К примеру, разработка опциона как контракта, содержащего обязательства или права, реализуемые в будущем, предполагает проекцию действий участников на перспективу. Однако для этого формализованный контракт должен содержать кодифицированную информацию, а также предполагать понимание (раскодирование) указанных в нем условий. Кроме того, чем более детально разработан контракт, тем меньше вероятность оппортунистического поведения при прочих равных условиях.

Кроме приведенных видов транзакционных издержек, их можно классифицировать по отношению к контрактному процессу, разделив его на три периода: *ex ante*, *ex interim*, *ex post* [6]. Адаптируя данную классификацию к процессу формирования финансовой гибкости, получаем: 1) транзакционные издержки, возникающие до формирования финансовой гибкости, которые включают затраты на получение информации о возможных альтернативах источников финансовых ресурсов, стоимости и надежности контрагента и т.д.; 2) транзакционные издержки, возникающие в процессе формирования гибкости, состоят из затрат, связанных с ожиданием, получением нотариально заверенных документов, осуществлением расчетов и т.д.; 3) транзакционные издержки, возникающие после формирования финансовой гибкости, включают затраты по защите контрактов, проверке их выполнения и т.д.

Данная классификация транзакционных издержек показывает, что они имеют ярко выраженный временной аспект и могут быть не только заменяемыми в зависимости от выбора формы организации хозяйственной деятельности, но и взаимодополняющими друг друга. Однако это только часть издержек, объясняющих ту или иную степень адаптивности субъекта хозяйствования, так как реакции системы на волатильность внешней и внутренней среды, бесспорно, не сводятся только к данным издержкам.

Выводы. Величина транзакционных издержек на трансформацию субъекта хозяйствования в более гибкий аналог, а также на поддержание его устойчивости в период неопределенности внешней и внутренней среды, определяется степенью его гибкости – чем выше уровень последней, тем ниже на выходе процесса будут указанные расходы. Отсюда величина таких издержек является одним из основных критериев (признаков) гибкости субъекта хозяйствования или ее отсутствия.

Таким образом, формирование финансовой гибкости ведет к возникновению транзакционных издержек как издержек на адаптацию системы к флуктуациям внешней и внутренней среды. Вместе с тем, именно финансовая гибкость способствует снижению данных видов издержек ввиду формирования встроенных механизмов реагирования на происходящие изменения.

Список литературы

1. Лукичев, М. Ю. Транзакции и транзакционные издержки [Электронный ресурс] / М. Ю. Лукичев // Вісник Хмельницького національного університету. – 2009. – № 6. – С. 209–213. – Режим доступа : http://nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Vchnu_ekon/2009_6_2/209-213.pdf.
2. Рудык, Н. Б. Структура капитала корпораций [Текст] / Н. Б. Рудык. – М. : Дело, 2004. – 272 с.
3. Тарасенко, О. В. Конфлікти у корпоративному управлінні та транзакційні витрати [Текст] / О. В. Тарасенко // Научные труды ДонГУ. – 2006. – Выпуск 103-2. – С. 221–226. – Серия: экономическая
4. Шаститко, А. Е. Новая институциональная экономическая теория [Текст] / А. Е. Шаститко. – М. : ТЕИС, 2010. – 828 с.
5. Coase, R. H. The Nature of the Firm [Electronic resource] / R. H. Coase // *Economica*. – 1937. – Volume 4. – Pp. 386–405. – Mode of access : <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1468-0335.1937.tb00002.x/full>.
6. North, D. Integration Institutional Change in Economic History. A Transaction Cost Approach [Text] / D. North, J. Wallis // *Journal of Institutional and Theoretical Economics*. – 1994. – Volume 150(4). – Pp. 609–624.
7. Williamson, O. The Economics of Organization: The Transaction Cost Approach [Electronic resource] / O. Williamson // *The American Journal of Sociology*. – 1981. – Vol. 83. – Pp. 548–577. – Mode of access: <http://www.jstor.org/pss/2778934>.

Summary

The approaches to the definition of transaction costs are summarized. The theories of capital structure are analyzed and potentially possible transaction costs that arise in the formation of the financial flexibility of business entities are identified. The influence of financial flexibility in transaction costs is revealed.

Отримано 28.06.2011