

Глобальное шествие «энронита»: как непрозрачные внутренние сделки подрывают финансовые рынки в мире

Shang-Jin Wei, Heather Milkiewicz

В начале 2002 г. корпорация «Энрон» являлась седьмой по величине в Соединенных Штатах. «Глобал кроссинг» работала с одной из крупнейших в мире IP-сетей, охватывавшей пять континентов, более 27 стран и 200 городов. В прошлом году обе они потерпели крах в результате финансовых проблем, созданных «внутренними» сделками нескольких работников корпорации, воспользовавшихся нетранспарентностью бухгалтерских процедур. В результате тысячи работников и акционеров компаний в Соединенных Штатах потеряли накопленные за всю жизнь сбережения и пенсионные льготы. Более того, эти скандалы подорвали цены активов других компаний.

В данной статье мы пытаемся показать, как непрозрачные инсайдерские сделки — назовем этот феномен «энронит» (впервые термин был употреблен Роберто Ригобоном) — нанесли урон финансовым рынкам во всем мире. «Энронит» встречается в различных вариантах, но здесь мы обратим внимание на два аспекта: инсайдерские сделки на рынках ценных бумаг и отсутствие транспарентности в осуществлении экономической политики правительством и корпорациями.

Американские горки — сделки инсайдеров и неустойчивость финансовых рынков

Всем известно, что финансовые рынки неустойчивы. Однако степень волатильности сильно различается от страны к стране. Попробуем использовать в качестве единицы измерения стандартное отклонение от ежемесячного оборота одного из основных рыночных индексов. Мы видим, что волатильность рынка в Италии почти в два раза выше, чем в Соединенных Штатах. Еще выше она, как правило, в развивающихся странах. Так например, на финансовых рынках Китая и России уровень волатильности составляет, соответственно, 350% и 650% по сравнению с рынком Соединенных Штатов. Можно возразить, что без движения на финансовых рынках работа на них была бы лишена всякого интереса, а многие занятые в этом секторе вообще лишились бы работы.

Однако дело в том, что волатильность финансовых рынков лишает участников стимула к накоплению и инвестированию средств. Практически в любой модели типичный участник рынка в условиях неопределенности стремится максимизировать выгоды. Чем более волатилен рынок активов, при одной и той же средней доходности активов, тем меньше участник рынка будет их накапливать и тем меньше инвестировать. Определенная степень волатильности финансовых рынков неизбежна и даже желательна, поскольку колебания цен активов — индикатор изменения стоимости по всему спектру экономической деятельности, и таким образом обеспечивается более эффективное распределение ресурсов. Но именно потому, что цены на финансовых рынках призваны подавать сигналы относительно правильного распределения ресурсов, излишняя волатильность, не связанная с фундаментальными экономическими факторами, уменьшает эту сигнальную функцию и тем самым мешает правильному распределению ресурсов.

Вот почему влияние сделок инсайдеров на волатильность финансовых рынков внутри каждой страны важно рассмотреть с точки зрения экономической эффективности.

Внутри или вовне

Во-первых, поскольку сделки инсайдеров по-разному понимаются в разных частях мира, важно остановиться на каком-либо одном определении этого термина. В данной статье он означает «сделки, совершаемые людьми, имеющими доступ к существенной неопубликованной информации», где «существенный» означает «имеющий непосредственное отношение к цене акций или ценных бумаг». В разных странах существуют разные законы, касающиеся сделок инсайдеров, и разная практика правоприменения. Так, например, в Соединенных Штатах сделки инсайдеров рассматриваются как преступление, караемое в том числе тюремным заключением, в то время как в Гонконге они считаются гражданскими правонарушениями, за которые нарушителю грозит всего лишь штраф.

Учитывая эти различия, для сравнения положения в разных странах необходимо принять единую точку отсчета. Для наших целей пусть это будут Соединенные Штаты. Сегодня, как и в прошлом, в Соединенных Штатах существуют наиболее полный свод законов, направленных против сделок инсайдеров, самые строгие требования к раскрытию информации и наиболее жесткая правоприменительная практика.

Эмпирические исследования приводят к выводу о том, что проведение в жизнь антиинсайдерских законов оказывает благотворное влияние на рынки и повышает стоимость активов. Это должно стать побудительным мотивом для пересмотра политики государства в области законодательства о сделках инсайдеров и более строгого их применения.

Выгода для меньшинства за счет большинства

Теоретические исследования в области инсайдерских сделок не дают однозначного ответа относительно их связи с волатильностью стоимости акций и экономической эффективностью. Один из возможных выводов состоит в том, что ускоренная реакция цен на финансовых рынках — результат быстрой передачи информации инсайдерами, поэтому инсайдерские сделки в целом способствуют скорейшей передаче сигналов рынку с наименьшим количеством помех. В зависимости от изменений таких сигналов (т. е. изменений базовых факторов), это должно в конечном счете привести к стабилизации рынка и повышению экономической эффективности.

Существует и противоположная точка зрения, согласно которой инсайдерские сделки делают цены менее устойчивыми в долгосрочной перспективе и таким образом уменьшают экономическую эффективность. Доступ к «внутренней» информации наиболее важен в период резкого подъема или резкого падения цен. Таким образом, сделки инсайдеров могут способствовать колебаниям финансовых рынков по двум основным каналам.

В нашем исследовании мы использовали новый критерий масштабов инсайдерского трейдинга на основании Доклада о глобальной конкурентоспособности (GCR) 1997 г. и 1998 г. Оценки с использованием этого критерия выявляют позитивную корреляцию между количеством инсайдерских сделок и колебаниями на рынке. Используя разницу между распространенностью

инсайдерских сделок в США (относительно низкий индекс 2,62) и в Китае (с относительно высоким индексом 4,62), приходим к выводу, что это соответствует увеличению в колебаниях доходности активов на 245 пунктов. Сравним это с разницей между волатильностью темпов роста ВВП в двух странах, где увеличение в колебаниях составляет лишь 104 базовых пункта. Таким образом, более высокий уровень волатильности финансового рынка в Китае по сравнению с Соединенными Штатами следует относить на счет более широкого распространения инсайдерских сделок в Китае, нежели нестабильности иных экономических факторов.

Таблица 1. Показатели волатильности рынков и распространенности инсайдерских сделок по странам

Страна	Волатильность финансового рынка	Индекс инсайдерских сделок по GCR
Австралия	0,077	2,57
Бразилия	0,182	4,24
Чили	0,081	3,64
Китай	0,146	4,62
Дания	0,054	2,11
Египет	0,075	4,21
Франция	0,063	3,07
Индия	0,093	4,53
Мексика	0,140	4,49
Россия	0,285	4,63
Турция	0,183	4,08
Великобритания	0,056	2,26
Соединенные Штаты	0,043	2,62
Зимбабве	0,109	4,14

Примечания: 1. Волатильность рынка представляет собой стандартное отклонение от ежемесячного оборота в долларах США с декабря 1984-го по декабрь 1998 г.

2. Индекс инсайдерского трейдинга выводится на основе Доклада о глобальной конкурентоспособности 1997 и 1998 гг. Этот индекс равняется 8, что составляет среднюю величину первоначального индекса в 1997 и 1998 гг. Более высокая величина соответствует большей распространенности инсайдерских сделок.

Сделки инсайдеров связаны с большей волатильностью рынка даже при использовании корректирующих факторов реального роста производства, изменений в валютно-финансовой и фискальной политике и степени зрелости финансового рынка. Из нашего исследования можно сделать вывод о том, что для рынков в странах с более высоким уровнем инсайдерских сделок будет полезно ввести более жесткий мониторинг корпораций и, возможно, ужесточить ответственность за незаконные сделки инсайдеров, с тем чтобы избежать потерь в эффективности экономики.

Измерения в темноте

Другое проявление «энронита» — отсутствие транспарентности в деятельности корпораций и государств. В политических кругах отсутствие транспарентности нередко называется одной из основных причин финансовых кризисов, потрясших развивающиеся рынки в недавнем прошлом. Поэтому

международные финансовые организации вели активную борьбу за увеличение прозрачности деятельности корпораций и государства в странах — членах этих организаций, а также предприняли ряд мер по обеспечению большей открытости их собственной деятельности.

Термин «транспарентность» означает доступность информации и ее качество, измеряемое на уровне страны. Необходимо различать два типа транспарентности: на уровне государства и на уровне корпораций. Внутри категории транспарентности на уровне государства мы различаем понятия доступности макроэкономических данных (с точки зрения своевременности и частоты) и транспарентности в проведении макроэкономической политики. Корпоративная транспарентность означает доступность финансовой и другой деловой информации о фирмах по стране в среднем.

Относительно корпоративных финансов выдвигался тезис о том, что уменьшение «информационной асимметрии» может привести к увеличению инвестиций со стороны крупных инвесторов и таким образом снизить стоимость капитала фирмы. Из литературы по корпоративным финансам можно сделать вывод, что увеличение транспарентности по стране в целом может стимулировать инвестиции со стороны международных паевых фондов.

Для того чтобы проверить этот тезис эмпирически, мы использовали критерии транспарентности на уровне государства и корпораций вместе с комбинированным показателем, который может в одинаковой степени относиться к непрозрачности действий правительств и корпораций. Оценки, сделанные на основании этих исследований, показывают, что отсутствие транспарентности связано с более низкими оборотами фондов развивающихся рынков.

Таблица 2. Критерии непрозрачности

Страна	Фактор непрозрачности (O-factor) (комплексный)	Макроданные	Макрополитика	Непрозрачность корпораций	Непрозрачность бухгалтерии по LLSV
Аргентина	40	0,20	2	3,13	55
Бразилия	34	0,11	2	3,03	46
Китай		1,87	7	4,23	
Египет	39	1,81	6	3,66	76
Греция	37	1,55		3,13	45
Индия	38	1,45	4	3,22	43
Индонезия	47	0,71	4	3,83	65
Корея	42	1,00	3	3,25	38
Мексика	33	0,32	3	3,36	40
Перу	38	0,46	3	3,39	62
Россия	55	0,34	5	4,21	
Турция	46	0,50	5	2,89	49
Венесуэла	42	0,90	6	4,28	60
Зимбабве	46	1,40		3,17	

Реакция международных инвесторов

Теоретически связь между прозрачностью и «стадным поведением» четко не прослеживается. Наши исследования показывают, что низкая прозрачность увеличивает фактор «стадного поведения». Существует видимая положительная связь между непрозрачностью страны в целом и тенденцией международных инвесторов к «стадному поведению» в процессе инвестиций в активы страны. Таким образом, если «стадное поведение» международных инвесторов ведет к нестабильности и более частым финансовым кризисам на развивающихся рынках, здесь прослеживается определенная связь с показателями прозрачности стран.

Хотя общее соотношение между «стадным поведением» и непрозрачностью представляет интерес, более важным кажется вопрос: объясняет ли разница в непрозрачности, какие страны могут в большей степени пострадать от бегства капиталов в период кризисов? Не подвержены ли менее прозрачные страны более сильному эффекту «заразительного примера»?

Наше исследование показывает, что чем менее прозрачна страна, тем в больших масштабах наблюдается отток капиталов из нее во время кризисов. Пример такого бегства капиталов — реакция на широко распространенные корпоративные скандалы. Например, в США отсутствие прозрачности во многих корпорациях напугало большое количество инвесторов, которые перевели деньги на другие рынки. Этот пример лишний раз подтверждает, что прозрачность — проблема, которая должна решаться серьезно на всех уровнях для обеспечения финансового благосостояния страны.

Необходима честная игра

Социалистическое централизованное планирование как экономическая система прекратило существование с падением Берлинской стены. Однако из этого нередко делается ошибочный вывод о том, что нерегулируемый рыночный капитализм — наилучшая из всех возможных экономических систем. «Энронит» и его негативные последствия служат напоминанием о важности институтов, регулирующих свободную предпринимательскую деятельность и ориентированных на государственные и общественные интересы, с тем чтобы обеспечить выгоду в равной степени и предприятиям, и их акционерам. Примеры такого принципа — запрещение инсайдерских сделок, повышение прозрачности и контроль над монополиями.

Шан Йин Вей — советник и директор отдела по торговым отношениям исследовательского департамента Международного валютного фонда и старший научный сотрудник Института Брукингс, Вашингтон, США. Хедер Милкевич — младший исследователь в Институте Брукингс.