Вестник СПбГУ. Сер. 8. 2005. Вып. 1 (№ 8)

А. В. Либман

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ АГЕНТСКОЙ ПРОБЛЕМЫ В КОРПОРАЦИИ

В статье рассматривается теоретическая основа существования агентских издержек в корпоративной среде. Анализируется логика становления агентской теории корпоративного управления. Приводятся понятие и классификация агентских издержек. Отдельное внимание уделяется феномену совмещения функций агента и принципала в одном субъекте корпоративных отношений. В данной работе вводится понятие управления агентскими издержками, а также дается классификация механизмов корпоративного управления, снижающих уровень агентских издержек.

В 1932 г. вышла в свет работа А. Берле и Дж. Минза «Современная корпорация и частная собственность» [Berle, Means, 1932], в которой авторы констатировали факт отделения функций управляющих от функций собственников в компаниях с распыленной структурой акционерного капитала. В 1937 г. Р. Коуз в своем революционном исследовании «Природа фирмы» [Coase, 1937] указал на существование трансакционных издержек, издержек по составлению и исполнению контрактов, а также выдвинул теорию о том, что любая фирма существует с целью минимизации трансакционных издержек, а размеры фирмы зависят от возможностей экономии на этих издержках. Эти две классические работы положили начало дальнейшим исследованиям на тему корпоративного управления и связанных с ним агентских издержек.

СТАНОВЛЕНИЕ АГЕНТСКОЙ ТЕОРИИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

Устранение акционеров от управления корпорациями является логичным следствием развития корпоративной формы собственности. Появление и развитие института привлечения внешнего капитала путем эмиссии акций было обусловлено второй промышленной революцией, укрупнением производства, географической экспансией, быстрым ростом промышленности. Наращивание масштабов коммерческих предприятий потребовало привлечения значительных объемов финансового капитала, что могло быть до-

© А. В. Либман, 2005

стигнуто путем объединения финансовых ресурсов многих экономических субъектов. Рост числа поставщиков финансового капитала и, как следствие, сокращение доли участия каждого из них в отдельности привели к тому, что индивидуальное отслеживание качества управления инвестированным капиталом стало экономически нецелесообразным и дорогостоящим мероприятием по причине высоких трансакционных издержек. Кроме того, большое число поставщиков капитала, обладающих различной квалификацией и распределенных географически, спровоцировало рост издержек, связанных с процессом принятия решений. Данные предпосылки сделали экономически оправданным делегирование функций по принятию решений профессиональным менеджерам, отвечающим за оперативное управление капиталом, сформированным из вкладов участников предприятия [Кадочников, 2001].

Еще одним фактором, обусловившим отделение управления от финансирования, явилось такое присущее рыночной экономике явление, как разделение труда, специализация. Специализация управленческого труда предполагает, по крайней мере, частичное отделение управления от финансирования, даже при наличии единого поставщика капитала. В ситуации со многими источниками финансирования выделение функции оперативного управления является неизбежным. Иными словами, усложнение производственных процессов ведет к необходимости высокого уровня компетенции и участия в управлении специалистов-менеджеров: появляется *техноструктура*[1], противостоящая собственникам капитала предприятия.

В результате разделения функций собственника и управляющего возникает *информационная асимметрия* (asymmetric information): ситуация, при которой управляющие предприятием лучше инвесторов (поставщиков капитала) информированы о положении дел в компании. Впервые ученые заговорили об информационной асимметрии на потребительском рынке в конце 1960-х гг., а первой работой в этом направлении явилось исследование Дж. Акерлофа [Akerlof, 1970]. Американский ученый предположил, что на некоторых типах рынка (исследовался рынок подержанных автомобилей) качество конкретного товара известно только продавцу. Такие товары Акерлоф назвал «лимонами»: их качество нельзя понять, не попробовав.

Издержки на получение информации являются одним из основных компонентов трансакционных издержек. Поскольку усилия по получению информации имеют цену, постольку экономическому субъекту бывает выгодно обходиться неполной информацией, не тратясь на уменьшение неопределенности. Сама по себе неполнота информации еще не подразумевает

[1] Техноструктура — это объединение высших лиц, принимающих управленческие решения и контролирующих руководящие посты в корпорациях. Понятие введено Д. Гелбрейтом [Galbraith, 1967].

информационной асимметрии: информация может быть равно неполной для всех экономических субъектов. Однако чаще всего один класс экономических субъектов обладает более полной информацией, чем другой, иными словами, информация распределена асимметрично. На товарных и потребительских рынках получение информации о качестве стоит дорого; поэтому предпосылка о том, что покупатели и продавцы располагают одинаковой информацией об участвующих в сделках товарах, становится неприемлемой. В реальном мире существует много рынков, на которых получение точной информации в отношении качества продаваемых товаров (предоставляемых услуг) обходится достаточно дорого и даже не всегда возможно. Одним из таких рынков является рынок корпоративного управления.

Информационная асимметрия приводит к возникновению явления, известного как *неблагоприятный отбор* (adverse selection). В условиях асимметрии информации поставщик, обладающий лучшей информацией, стремится снизить качество поставляемых товаров и услуг. Аналогично менеджеры фирмы пытаются минимизировать усилия по управлению в случае недостаточной осведомленности поставщиков капитала.

Другим важным следствием разделения функций собственника и управляющего является стремление собственников заключить *полный контракт* (complete contract) на управление инвестированным капиталом. Под полным контрактом подразумевается соглашение, которое предусматривает все возможные варианты развития событий и регламентирует действия менеджеров в различных ситуациях. Полный контракт экономически нецелесообразен по причине значительных затрат на его написание и отслеживание. Поэтому на практике применяются неполные контракты, регламентирующие основные моменты взаимоотношений поставщиков капитала и управленцев.

Таким образом, отделение управления от собственности и необходимость делегирования управленческих функций профессиональным менеджерам, информационная асимметрия и неполнота контрактов порождают агентскую проблему в корпорации.

Агентская проблема (agency problem) в корпоративном управлении представляет собой противоречие интересов менеджеров и поставщиков капитала, которое возникает по причине отсутствия стремления менеджеров к максимизации доходов на инвестированные средства. Согласно теоретическим предпосылкам, менеджеры, обладающие *ограниченной рациональностью* (bounded rationality)[2], стремятся к увеличению собственного благосо-

[2] Допущение в теории трансакционных издержек о поведении экономических агентов, которые в силу отсутствия достаточной информации и на основе собственных представлений склонны к принятию неоптимальных решений. Концепция ограниченной рациональности выдвинута Г. Саймоном [Simon, 1947].

стояния за счет инвесторов. Данное предположение о поведении менеджеров является ключевым и носит название *управленческого оппортунизма* (managerial opportunism) [Williamson, 1985, p. 47]. Задача поставщиков капитала заключается в построении такой системы взаимодействия, которая стимулировала бы менеджеров к наиболее эффективному управлению вложенными средствами в наилучших интересах инвесторов. По определению американских ученых, «теория корпоративного управления изучает способы, с помощью которых поставщики финансового капитала обеспечивают возвратность произведенных инвестиций» [Shleifer, Vishny, 1997, p. 737].

Вопросы корпоративных отношений в части агентской проблемы в экономической науке исследуются в рамках *агентской теории*, или *теории агентских отношений* (agency theory). Примером корпоративных отношений служат отношения акционера и менеджера, кредитора и получателя кредита и др. Основные допущения теории агентских отношений представлены в табл. 1. Центральным ядром агентской теории является модель взаимоотношений «принципал–агент», согласно которой один экономический субъект (принципал) поручает за определенное вознаграждение другому (агенту) действовать от его имени и в интересах максимизации благосостояния принципала. Агентская теория строится на предположении, что агенты, нанятые принципалами, действуют с целью увеличения полезности для себя, а не для принципала. Это происходит в ситуации, когда последствия экономических действий агентов ложатся на их плечи не полностью; существенная часть этих последствий приходится на долю принципала, т. е. агент делит риск своей деятельности с принципалом.

Конфликт интересов агентов и принципалов возникает в условиях информационной асимметрии и неполных контрактов. Информационная асимметрия подразумевает, что агент обладает информационным преимуществом по сравнению с принципалом; его деятельность не поддается прямому контролю со стороны принципала, а по конечным результатам невозможно судить о качестве принятых решений. Принципал не в состоянии установить, были ли нарушены агентом взятые на себя обязательства, а также достоверно оценить действия агента и их последствия. Поэтому невозможно составить такой контракт, по которому вознаграждение агента напрямую зависело бы от его усилий. Тем не менее, если добиться прямой взаимосвязи между действиями агента и достигнутыми результатами, не всегда доказуемо, в чьих интересах они были совершены. Например, реализация дорогостоящего инвестиционного проекта может быть осуществлена как с целью получения значительной финансовой отдачи в будущем, так и с намерением извлечь личную выгоду. Все же если представить контракт, в котором прописаны все возможные действия агента, их возможные последствия и указано, в чьих интересах они могут быть совершены, то пол-

ный контракт по-прежнему недостижим по причине высоких затрат на его составление и отслеживание. Помимо этого, агент, как правило, не обладает достаточным объемом собственных средств для покрытия потенциальных убытков от принимаемых им решений.

Таблица 1

Основные допущения теории агентских отношений

Допущения об интерактивной среде	
Асимметрия информации	Лучшая осведомленность о ситуации в корпорации менеджеров-агентов изнутри, чем собственников-принципалов извне, обусловливает *высокую степень информационной асимметрии*
Неопределенность	Множество факторов, влияющих на агентские взаимоотношения, объясняют *высокую степень неопределенности*
Сложность в измерении	Отсутствие точных ориентиров для оценки качества управленческих услуг приводит к *высокой степени сложности в измерении*
Допущения о поведении	
Оппортунизм	Неограниченное стремление менеджеров-агентов к удовлетворению личных интересов за счет организации в ущерб интересам собственников-принципалов
Ограниченная рациональность	Ограниченная способность человеческого разума к принятию оптимальных управленческих решений
Восприятие риска	Вследствие диверсификации портфеля своих активов собственники-принципалы более склонны к риску, чем агенты-менеджеры

Агентская теория является одним из направлений неоинституциональной экономической теории. Новая институциональная теория сформировалась в 60–70-е гг. XX в. Предметом исследования стала институциональная структура производства, что оказалось возможным благодаря проникновению в экономическую теорию таких понятий, как «трансакционные издержки», «права собственности», «контрактные отношения». Неоинституциональная теория противопоставила себя неоклассической доктрине, которой, по мнению О. Уильямсона, присуща преимущественно *технологическая ориентация* (предполагается, что обмен совершается мгновенно и без издержек, что заключенные контракты строго выполняются и границы экономических организаций предопределяются характером используемой технологии). В отличие от этого новая институциональная теория исходит из *организационно-контрактной перспективы* — на первый

план выдвигаются издержки, сопровождающие взаимодействие экономических агентов.

По мнению М. Дженсена, сформировались два подхода к развитию агентской теории, одним из которых является, по его определению, *позитивная агентская теория* (positive theory of agency), другим — *теория отношений принципал–агент* (principle-agent literature) [Jensen, 1983]. Оба подхода исследуют контрактные взаимоотношения между сторонами, стремящимися к максимизации своей выгоды, и в обоих предполагается, что агентские издержки (издержки взаимоотношений «принципал–агент») минимизируются через достижение компромисса, посредством составления взаимовыгодных контрактов. Таким образом, в обоих подходах рассматривается возможность написания «Парето-оптимальных контрактов»[3]. Однако подходы различаются по некоторым ключевым моментам. Исследования теории отношений «принципал–агент» имеют математическую направленность, концентрируются на моделировании и делают акцент на влиянии предпочтений сторон по контракту, истоках неопределенности и информационной асимметрии [Harris, Raviv, 1978; Holmstrom, 1979; Ross, 1973; Spence, Zeckhauser, 1971]. «Позитивная агентская теория» проповедует нематематический ситуационный подход и уделяет большое внимание изучению конкретных ситуаций, влиянию контрактных технологий, физического и человеческого капитала [Fama, Jensen, 1983; Jensen, Meckling, 1976; Myers, 1977; Smith, Warner, 1979].

В 1992 г. Ч. Хилл и Т. Джонс [Hill, Jones, 1992] сформулировали *агентскую теорию заинтересованных сторон* (stakeholder-agency theory), которая фактически представляет собой совмещение предпосылок агентской теории и теории заинтересованных сторон[4]. Авторы данного подхода считают, что менеджер в своих действиях должен руководствоваться не только интересами поставщиков капитала, но и всех сторон, и рассматривают компанию как сеть контрактов между менеджментом и заинтересованными сторонами.

Таким образом, в результате разделения функций собственника и управляющего образовалось новое направление в экономической науке — агентская теория, — которое рассматривает корпоративные отношения через призму модели «принципал–агент», где агент, обладающий ограниченной

---

[3] Термин «оптимальность по Парето» иногда используется как синоним термина «эффективность по Парето». Эффективность по Парето достигается в тех случаях, когда ресурсы распределены таким образом, что никто не может получить выгоду без того, чтобы другим не был нанесен ущерб.

[4] Заинтересованные стороны — индивиды, группы или организации, влияющие на принятие управленческих решений в компании и подверженные воздействию принятых решений. Помимо акционеров и менеджеров в роли заинтересованных сторон, как правило, выступают работники, потребители, поставщики, государственные органы, общество.

рациональностью и стремлением извлечь личную выгоду, управляет собственностью, которую доверяет ему принципал, не имеющий возможности заключения с ним полного контракта. В ситуации, когда полные контракты между принципалом и агентом не могут быть составлены, а их исполнение нельзя проконтролировать без издержек, возникают агентская проблема и связанные с ней *агентские издержки* (agency costs).

ПОНЯТИЕ И КЛАССИФИКАЦИЯ АГЕНТСКИХ ИЗДЕРЖЕК

Агентские издержки представляют собой те потери, которые несет компания вследствие конфликта интересов собственников и управленцев. Если обратиться к терминологии, то эти потери являются именно «издержками», а не «расходами» и «затратами». По определению В. Ковалева, «расходы есть оплаченные или подлежащие оплате активы за исключением денежных средств»; «затраты есть начисления или расходы, списанные в отчетном периоде с целью выявления конечного финансового результата» [Ковалев, 2001, с. 149]. Что касается издержек, то В. Ковалев определяет их как синоним затрат, однако с некоторыми отличиями: «Помимо затрат, имеющих стоимостную оценку, издержки включают также и негативные последствия, стоимостная оценка которых может отсутствовать вообще либо быть исключительно субъективной». Как видно из классификации, термин «издержки» в полной мере отражает суть агентских потерь (рис. 1).

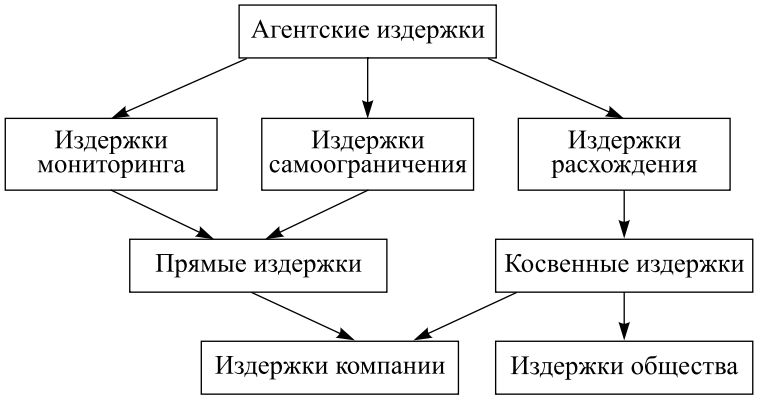


Рис. 1. Классификация агентских издержек

Впервые классификацию агентских издержек предложили М. Дженсен и У. Меклинг [Jensen, Meckling, 1976, p. 310]. Они разделили агентские издержки на три составляющие. Первая составляющая — это *издержки контроля* со стороны принципала (monitoring costs): расходы на написание контрактов и

контроль над их исполнением, усилия по надзору и оценке деятельности агента. Вторая составляющая — *издержки самоограничения* со стороны агента (bonding costs): расходы на гарантию того, что агент не предпримет определенных действий в ущерб принципалу, в противном случае — компенсирует нанесенные потери. Помимо издержек контроля принципала и издержек самоограничения агента, возникает определенное разногласие между решениями, принимаемыми агентами, и оптимальными решениями, которые максимизировали бы благосостояние принципала. Сокращение благосостояния принципала в этом случае, которое представляет собой издержки упущенных возможностей, называют *издержками расхождения* (residual loss) и относят к третьей составляющей агентских издержек.

Агентские издержки можно разделить также на *прямые* и *косвенные*. Прямые агентские издержки включают издержки контроля и издержки самоограничения. Примером издержек контроля (над агентом со стороны принципала) являются расходы на проведение акционерного собрания и содержание Совета директоров. В качестве примера издержек самоограничения (издержек на демонстрацию агентом его добросовестности) выступают расходы на внутренний аудит компании, страхование рисков и т. д.

Косвенные агентские издержки — это доходы, потерянные в результате несовершенства контроля над действиями агентов и неполноты контрактов. К косвенным издержкам относятся издержки расхождения (издержки упущенных возможностей), которые являются следствием оппортунистических устремлений агентов и конфликта интересов участников корпорации. В табл. 2 приведена примерная типология агентских издержек.

Агентские издержки причиняют вред не только корпорации и ее инвесторам, но в некоторых случаях могут нанести значительный ущерб и всему экономическому сообществу. «Агентские издержки общества» проявляются в тех огромных потерях, которые несет общество по причине краха крупных корпораций. Эти «издержки общества» можно причислить к агентским, поскольку они являются прямым следствием финансовых махинаций руководителей корпораций. Злоупотребления менеджмента, фальсификация финансовой отчетности, завышение доходов уже привели к банкротству ведущих мировых компаний, таких как Qwest, WorldCom, Global Crossing, что повлекло за собой увольнение тысяч служащих, панику на фондовых рынках и общий спад, рецессию в экономике. Ущерб для экономики в целом от подобных банкротств огромен и с трудом поддается оценке. После череды корпоративных скандалов к июлю 2002 г. американские корпорации за полгода, с января по июль 2002 г., подешевели на 840 млрд долл. Если сравнить июль 2002 г. с мартом 2000 г. (период пика индексов NASDAQ Composite и Dow Jones), то инвесторы американских корпораций потеряли астрономическую сумму в 6 трлн долл.! [Трудолюбов, 2002].

Таблица 2

Типология агентских издержек

Прямые издержки	
Издержки мониторинга	
Затраты на организацию проведения Общего собрания акционеров	
Затраты на содержание Совета директоров	
Затраты на содержание ревизионной комиссии	
Затраты на ведение реестра акционеров	
Издержки самоограничения	
Затраты на внутренний аудит корпорации	
Затраты на страхование рисков	
Косвенные издержки (издержки расхождения)	
Привилегии менеджмента	Использование средств корпорации в личных целях, чрезмерное потребление: роскошные офисы, корпоративные самолеты и т. д.
Сопротивление расширению капитальной базы	Противодействие привлечению нового капитала из-за опасения потери влияния
Сопротивление смене руководства	Противодействие найму нового квалифицированного персонала из-за опасения потери рабочего места
Сопротивление выгодному слиянию или ликвидации	Противодействие выгодному слиянию или ликвидации компании из-за опасения потери рабочего места
Борьба за власть	Борьба за контроль над компанией, отвлекающая от основных задач управления и препятствующая эффективному функционированию компании
Трансфертные цены	Использование служебного положения при установлении заниженных цен на отпускаемую продукцию и выборе контрагента, которым является компания, принадлежащая менеджменту
Инвестирование в неприбыльные проекты	Осуществление инвестиций в заведомо невыгодные проекты вместо выплат акционерам с целью извлечения выгод от работы с денежными потоками
Неоправданный рост компании	Расширение компании в ущерб интересам собственников (путем поглощений или организации новых направлений бизнеса), не достигающее нужной синергии, но увеличивающее значимость и размеры вознаграждения менеджмента
Издержки общества	Потери, которые несет общество (в масштабах государства) в результате обострения конфликта интересов и, как следствие, разрушения корпораций

Научные исследования в области агентских издержек позволили глубже изучить различные аспекты контрактных взаимоотношений и по-новому взглянуть на теорию организационных структур. Чтобы лучше понять многообразие форм договорных взаимоотношений, необходимо изучить природу агентских издержек в различных организациях. Ю. Фама и М. Дженсен развивают теорию построения организаций, основываясь на различиях в сущности агентских издержек [Fama, Jensen, 1983]. Они считают, что акционерные компании, частные фирмы, товарищества, паевые фонды, неприбыльные организации различаются по способу нахождения баланса между выгодами от разделения собственности и управления и агентскими издержками. Анализ агентских издержек использовался при рассмотрении выбора организационной структуры в страховании [Mayers, Smith, 1981; 1986]. Он также использовался при исследовании определяющих факторов структуры капитала компании [Jensen, Meckling, 1976; Myers, 1977], условий выпуска корпоративных облигаций [Smith, Warner, 1979], определяющих факторов лизинговой и франчайзинговой политики компаний [Smith, Wakeman, 1985; Brickley, Dark, 1987], стимулов развития иерархических структур внутри организаций [Zimmermann, 1979; Fama, Jensen, 1983], определяющих факторов системы вознаграждения высшего менеджмента корпораций [Smith, Watts, 1982]. Анализ агентских издержек сыграл также центральную роль в развитии позитивистской теории бухгалтерского учета [Watts, Zimmermann, 1986].

Величина агентских издержек вряд ли поддается точному измерению. Относительно несложно оценить и отследить прямые агентские издержки: затраты на организацию взаимодействия структуры корпоративного управления и т. д. Что касается ущерба, наносимого косвенными издержками, то провести его оценку практически невозможно. Например, каким образом рассматривать затраты на строительство современного здания головного офиса корпорации: как безвозвратные потери или как инвестиции, влияющие на имидж компании и заключение новых контрактов? В условиях развитого фондового рынка наилучшим индикатором косвенных агентских издержек, скорее всего, будет относительное изменение капитализации компании, учитывающее общие тенденции рынка. Агентские издержки выражаются в снижении капитализации фирмы, что приводит к потере вложенных средств собственниками и наносит огромный ущерб ее репутации. Если компания не является открытой корпорацией или развитый фондовый рынок отсутствует, то необходимо осуществлять объективную оценку изменений финансовых показателей компании для определения ее альтернативных издержек.

АГЕНТ И ПРИНЦИПАЛ В ОДНОМ ЛИЦЕ

Особое внимание в экономической теории уделяется явлению совмещения функций управляющего и собственника, агента и принципала. Высший менеджмент часто владеет долей в управляемой компании в силу исторических причин либо как элемент компенсационного пакета. Ученые ввели в оборот две гипотезы, предположив две модели поведения менеджера как долевого собственника: гипотеза о конвергенции интересов (convergence of interests) [Jensen, Meckling, 1976] и гипотеза об «окопавшихся» менеджерах (entrenchment hypothesis) [Morck, Shleifer, Vishny, 1988].

Стоимость компании, как считают авторы гипотезы о конвергенции интересов, зависит от структуры акционерного капитала, если компания не использует заемные средства для финансирования. Под структурой акционерного капитала понимается доля крупного акционера, который одновременно является менеджером компании. В своей работе авторы рассматривают, как влияет продажа доли в компании, принадлежавшей одному собственнику, на стоимость этой компании. Уменьшение доли собственности стимулирует к присвоению все большего количества ресурсов компании в виде личных выгод. Стремление менеджера-собственника увеличить потребление неденежных благ в случае продажи доли компании сторонним акционерам побуждает их контролировать его поведение. Если бы контроль над действиями менеджера ничего не стоил, и в результате продажи доли компании менеджер-собственник не увеличил бы личное потребление в рамках компании, то продаваемая доля оценивалась бы, исходя из стоимости компании в руках одного собственника. Однако контроль требует затрат, и рынок, характеризуемый рациональными ожиданиями, оценит компанию, принадлежащую нескольким собственникам, ниже. Поэтому по мере уменьшения доли собственника-менеджера в ее капитале компания дешевеет. Внешние акционеры будут усиливать контроль над менеджером-собственником до тех пор, пока затраты на контроль не превысят выгод от уменьшения личного потребления менеджером-собственником в рамках компании. В ситуации, когда контроль возможен и выгоден, компания будет стоить больше, чем в ситуации, когда контроль невозможен, однако меньше, чем когда компания принадлежит одному менеджеру-собственнику. Таким образом, гипотеза о конвергенции интересов состоит в идее, что чем большая доля крупного акционера-менеджера в капитале компании, тем менее выгодно ему отвлекать ресурсы компании на личное потребление.

Однако ученые выдвинули и другую теорию — гипотезу об «окопавшихся» менеджерах. Эта гипотеза базируется на признании того факта, что среди механизмов, дисциплинирующих менеджмент, наиболее эффективна угроза враждебного поглощения компании. Смысл «окапывания» состоит

в том, что обладание менеджерами большой долей в компании затрудняет враждебное поглощение. Если они «окопались», т. е. сумели завладеть достаточно весомой долей в компании, то их дисциплина ослабляется: им не угрожает ни потеря работы, ни утрата социального положения. Кроме этого, существуют опасения, что «окапывание» подталкивает менеджеров к чрезмерной осторожности в принятии управленческих решений, что может привести к снижению темпов развития компании. Менеджеры не стремятся к поиску прибыльных проектов, требующих приложения дополнительных усилий и приобретения новых знаний. Они избегают инвестиций в рискованные предприятия и научные исследования, несмотря на их возможный потенциал, опасаясь понести личные потери в случае неудачи.

Американские экономисты предприняли попытку проверить, какой из эффектов — конвергенция интересов или «окапывание» — оказывает наибольшее воздействие [Morck, Shleifer, Vishny, 1988]. Исследования показали, что разные эффекты характерны для различных уровней концентрации капитала. Авторы исследовали зависимость между значением коэффициента Тобина (Tobin's *Q*)[5] и долей менеджеров в капитале компании. Были проанализированы данные по 370 компаниям из списка Fortune 500. Ученые установили, что при росте доли менеджеров от 0 до 5% рыночная стоимость компании растет, затем с ростом доли до 25% — падает, а потом — снова растет. Авторы исследования полагают, что рост стоимости компании отражает усиление конвергенции интересов, а падение — усиление «окопанности». Таким образом, согласно данному исследованию, эффект «окопавшихся» менеджеров доминирует для компаний, где доля менеджеров колеблется между 5 и 25%. Необходимые условия для возможности «окопаться» сильно коррелируют с увеличением собственности менеджеров от 5 до 25%. Если доля менеджеров достигает 25%, то они уже почти полностью «окопались». Это означает, что уровень «окопанности» при 25% и при любой большей доли акций в руках менеджеров почти одинаковый, и эффект слияния интересов менеджеров и акционеров начинает доминировать (рис. 2).

В последующем исследовании Дж. Макконнел и Г. Сервес получили (также на основе данных американских компаний) несколько иные результаты [McConnell, Servaes, 1990]. Отрицательное воздействие, оказываемое «окапыванием» менеджмента, обнаруживается, согласно их расчетам, лишь в ситуациях, когда управляющему персоналу принадлежит не менее 50–60% всех

[5] $Q = P/C$ — это отношение рыночной капитализации компании P к стоимостной оценке ее чистых активов C, рассчитанной по текущим рыночным ценам. Если $Q > 1$, то у компании появляется стимул к инвестициям; если $Q < 1$, то компания перестает инвестировать; дешевле приобрести активы посредством слияния, а не покупки новых активов.

акций корпорации. Сходные выводы сделали Х. Шорт и К. Кизи, исследовавшие влияние акционерной собственности менеджеров на эффективность функционирования английских компаний [Short, Keasey, 1999].

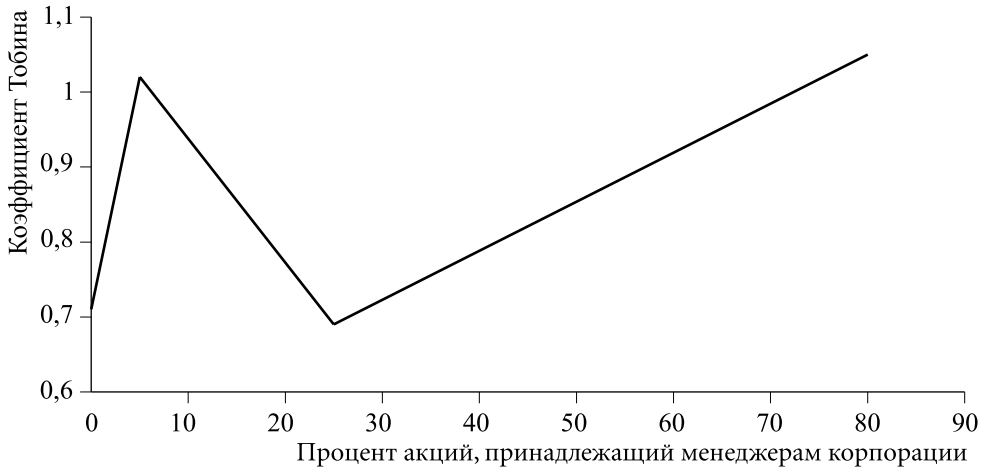


Рис. 2. Зависимость между значением коэффициента Тобина и долей менеджеров в капитале корпорации

Основную причину расхождения результатов данных исследований отметил С. Коул [Kole, 1995]. Дело в том, что в первоначальном исследовании использовалась выборка, включающая лишь наиболее крупные фирмы, тогда как статистическая выборка, которой пользовались авторы последующих исследований, насчитывала свыше тысячи, в том числе немало «средних» по размеру, компаний. А в компаниях, не относящихся к числу крупных, положительную корреляцию между коэффициентом Тобина и долей акционерной собственности, принадлежащей менеджерам, можно было наблюдать на широком диапазоне значений. Содержательно это могло бы интерпретироваться следующим образом: в самых крупных корпорациях, в которых можно наблюдать наибольшую степень распыления акционерной собственности, существенно ниже оказывается и тот «порог», за которым менеджер как владелец акций может реализовать механизмы акционерного контроля.

УПРАВЛЕНИЕ АГЕНТСКИМИ ИЗДЕРЖКАМИ

Поскольку многие компании сталкиваются с агентской проблемой и оппортунистическим поведением менеджмента, актуальной является задача снижения конфликта интересов и минимизации эффекта агентских издержек. Агентские издержки, возникающие в процессе корпоративного управления, наносят большой ущерб компаниям и, как следствие, могут

замедлять развитие отраслей и экономики в целом. Агентские издержки необходимо подчинить определенной логике, при этом следует и научиться контролировать их величину.

Разработка определенных схем по оптимизации агентских издержек и применение этих разработок на практике представляют процесс управления агентскими издержками [Ковалев, Либман, 2001]. Собственно процесс управления подразумевает наличие управляющего субъекта, управляемого объекта и инструментария, с помощью которого осуществляется управление. В данном случае в качестве объекта выступают внутрикорпоративное взаимодействие и связанные с ним агентские издержки. Роль субъекта выполняют две стороны: государственные органы и инвесторы корпорации. Государство как институт, призванный защитить граждан от любого произвола, в том числе от произвола менеджмента компаний, вносит существенный вклад в управление агентскими издержками, разрабатывая правила, которым подчиняются корпоративные отношения и которые защищают акционеров и кредиторов корпораций. Сами инвесторы также стремятся к реализации действенного контроля над своими инвестициями, отслеживая деятельность корпоративного менеджмента. Механизмы, используемые субъектами управления для достижения требуемого эффекта, представляют собой инструментарий по управлению агентскими издержками.

Управление агентскими издержками фактически сводится к построению эффективной системы взаимодействия сторон внутри корпорации. Длительное время считалось, что современные масштабы распыленности капитала не позволяют удовлетворительно решать агентскую проблему. Последние исследования доказывают, что возможности управленческого оппортунизма ограничены. В корпорациях действует целый набор внутренних и внешних механизмов (по направлению воздействия), дисциплинирующих поведение менеджмента в интересах поставщиков капитала.

К типичным *внутренним механизмам* относятся:

- участие менеджеров в акционерном капитале управляемых корпораций;
- увязка вознаграждения менеджеров с состоянием дел в корпорации;
- контроль со стороны Совета директоров корпорации;
- преобладание крупного акционера в корпорации;
- контроль со стороны кредиторов и механизм банкротств.

Шаги по сдерживанию оппортунистического поведения управляющих необязательно ограничиваются рамками самой корпорации. Негативная реакция участников рынка ставит предел злоупотреблениям менеджмента. Движение курса акций выявляет некомпетентность управляющих и создает основу для *внешних механизмов* контроля:

- *рынок капитала* — падение курса акций ухудшает условия, на которых руководство корпорации может привлечь дополнительный капитал;
- *рынок труда* — падение курса акций является плохим сигналом не только для нынешних, но и для будущих работодателей менеджера;
- *рынок корпоративного контроля* — падение курса акций делает компанию более легким объектом для поглощения, за которым обычно следует смена руководства.

Внешние механизмы оказывают наибольшее влияние в условиях развитого фондового рынка. Существование действующего фондового рынка, чувствительного к положению дел в корпорации, выявляет некомпетентность менеджмента и служит одним из основных внешних механизмов контроля, ориентирующих менеджеров на поддержание прибыльности компании на уровне, удовлетворяющем требованиям фондового рынка.

Большинство исследователей в области корпоративного управления приходит к следующему выводу: хотя полный контроль за целесообразностью и обоснованностью управленческих действий менеджеров невозможен, все же совокупное влияние дисциплинирующих внутренних и внешних факторов позволяет высшему руководству в целом действовать в интересах корпорации и собственников ее ресурсов [Сафронов, Волков, 2001].

Альтернативное разделение механизмов корпоративного управления на организационно-правовые и экономические учитывает субъект воздействия (государство и поставщики капитала) на менеджмент корпорации. *Организационно-правовые механизмы* связаны с функционированием отлаженной структуры корпоративного управления и наличием законодательства, регулирующего правоотношения субъектов корпоративного управления. *Экономические механизмы* имеют отношение к самостоятельным способам решения проблемы контроля над эффективностью корпорации самими инвесторами.

Организационно-правовые механизмы, носящие принудительный для участников корпорации характер, включают:

- регулирование корпоративных взаимоотношений со стороны государства, т. е. принятую законодательством структуру корпоративного управления;
- набор законодательных мер по защите прав инвесторов.

Экономические механизмы создают условия, при которых менеджменту экономически невыгодно действовать в ущерб интересам поставщиков капитала. Среди них:

- преобладание крупного акционера в корпорации;
- существование рынка корпоративного контроля;

- ♦ присутствие долгового финансирования в структуре капитала корпорации;
- ♦ наличие структуры компенсационного пакета высшего менеджмента.

Основные механизмы корпоративного управления, представленные разной классификацией, можно объединить в матрицу (табл. 3).

Таблица 3

Матрица механизмов корпоративного управления

	Внутренние	**Внешние**
Организационно-правовые	• структура корпоративного управления	• законодательство по защите прав инвесторов
Экономические	• преобладание крупного акционера в корпорации • присутствие долга в структуре капитала • компенсационный пакет высшего менеджмента	• рынок капитала • рынок труда • рынок корпоративного контроля

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В результате развития и усложнения производственных процессов возникла необходимость широкомасштабного финансирования коммерческих предприятий, что было достижимо только за счет привлечения средств из различных источников. Распыленность поставщиков капитала обусловила возникновение класса профессиональных менеджеров и института корпоративного управления. Неполнота контрактов между поставщиками капитала и управляющими, информационная асимметрия и стремление менеджмента к извлечению личной выгоды привели к возникновению агентской проблемы, являющейся предметом изучения агентской теории. Агентские издержки, возникающие по причине конфликта интересов агентов и принципалов, состоят из издержек мониторинга, самоограничения и расхождения, а также делятся по характеру воздействия на прямые и косвенные, а по объекту воздействия — на падающие на компанию либо на общество в целом. Измерение величины агентских издержек является сложной задачей и для открытой корпорации чаще всего осуществляется через определение динамики ее капитализации. Основная причина агентской проблемы кроется в оппортунизме менеджмента корпораций. В ситуации совмещения функций управляющего и собственника наблюдают два эффекта: конвергенцию интересов, когда компания выигрывает от присутствия менеджера-собственника, и «окапывание» менеджера, если нанесение ущерба гарантировано. Практика корпоративного управления разработала

набор механизмов, которые заставляют менеджмент действовать в интересах управляемой им компании. Общепринятая классификация подразделяет механизмы по направлению воздействия на поведение менеджмента корпорации на внутренние и внешние. Возможна и иная классификация с точки зрения субъекта воздействия, включающая организационно-правовые и экономические механизмы. При этом разработка и применение механизмов корпоративного управления для снижения остроты агентской проблемы рассматриваются в качестве процесса управления агентскими издержками.

Литература

Кадочников Д. Права собственности и корпоративное управление в российской экономике // Вестник молодых ученых. 2001. № 2. С. 60–68.

Ковалев В. В. Введение в финансовый менеджмент. М.: Финансы и статистика, 2001.

Ковалев В. В., Либман А. В. Управление агентскими издержками в корпорации: введение в проблему // Вестн. С.-Петерб. ун-та. Сер. Экономика. 2001. Вып. 4. С. 47–60.

Сафронов Н., Волков Л. Несовершенство системы корпоративного правления — основная причина несостоятельности российских предприятий // Финансы и кредит. 2001. № 1(73). С. 35–42.

Трудолюбов М. Бухгалтерская магия и ее разоблачение // Ведомости. 2002. № 150 (713). С. А5.

Akerlof G. The Market for «Lemons»: Quality Uncertainty and the Market Mechanism // Quarterly Journal of Economics. 1970. Vol. 83. August. N 3. P. 488–500.

Berle A., Means G. The Modern Corporation and Private Property. Macmillan: N. Y., 1932.

Brickley J. A., Dark F. H. The Choice of Organizational Form: The Case of Franchising // Journal of Financial Economics. 1987. Vol. 18. June. N 2. P. 401–420.

Coase R. H. The Nature of the Firm // Economica. 1937. Vol. 4. November. N 16. P. 386–405.

Galbraith J. New Industrial State. Houghton Mifflin: Boston, 1967.

Fama E., Jensen M. Agency Problems and Residual Claims // Journal of Law and Economics. 1983a. Vol. 26. June. N 2. P. 327–349.

Fama E., Jensen M. Separation of Ownership and Control // Journal of Law and Economics. 1983b. Vol. 26. June. N 2. P. 301–325.

Harris M., Raviv A. Some Results on Incentive Contracts with Applications to Education and Employment, Health Insurance and Law Enforcement // American Economic Review. 1978. Vol. 68. March. N 1. P. 20–30.

Hill C., Jones T. Stakeholder-Agency Theory // Journal of Management Studies. 1992. Vol. 28. N 2. P. 131–154.

Holmstrom B. Moral Hazard and Observability // Bell Journal of Economics. 1979. Vol. 10. N 1. P. 74–91.

Jensen M., Meckling W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // Journal of Financial Economics. 1976. Vol. 3. N 4. P. 305–360.

(Рус. пер.: *Дженсен М. К., Меклинг У. Х.* Теория фирмы: поведение менеджеров, агентские издержки и структура собственности // Вестн. С.-Петерб. ун-та. Сер. Менеджмент. 2004. Вып. 4. С. 118–191.)

Kole S. Measuring Managerial Equity Ownership: A Comparison of Sources of Ownership Data // Journal of Corporate Finance. 1995. Vol. 1. P. 413–435.

McConnel J., Servaes H. Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value // Journal of Financial Economics. 1990. Vol. 27. October. N 2. P. 595–612.

Morck R., Shleifer A., Vishny R. Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions // Journal of Finance. 1990. Vol. 45. March. N 1. P. 31–48.

Mayers D., Smith C.W., Jr. Contractual Provisions, Organizational Structure, and Conflict Control in Insurance Markets // Journal of Business. 1981. Vol. 54. July. N 3. P. 407–434.

Mayers D., Smith C. W., Jr. Ownership Structure and Control: The Mutualization of Stock Life Insurance Companies // Journal of Financial Economics. 1986. Vol. 16. May. N 1. P. 73–99.

Myers S. Determinants of Corporate Borrowing // Journal of Financial Economics. 1977. Vol. 5. N 2. P. 147–175.

Ross S. The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem // American Economic Review. 1973. Vol. 63. P. 134–139.

Simon H. Administrative Behavior. Macmillan: N. Y., 1947.

Shleifer A., Vishny R. A Survey of Corporate Governance // Journal of Finance. 1997. Vol. 52. June. N 2. P. 737–783.

Short H., Keasey K. Managerial Ownership and the Performance of Firms: Evidence from the U. K. // Journal of Corporate Finance. 1999. Vol. 5. P. 79–101.

Spence M., Zeckhauser R. Insurance, Information, and Individual Action // American Economic Review. 1971. Vol. 61. May. N 2. P. 380–387.

Smith C. W., Jr., Warner J. B. On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants // Journal of Financial Economics. 1979. Vol. 7. June. N 2. P. 117–161.

Smith C.W., Jr., Wakeman L. M. Determinants of Corporate Leasing Policy // Journal of Finance. 1985. Vol. 40. July. N 3. P. 895–908.

Smith C.W., Jr., Watts R. L. Incentive and Tax Effects of U.S. Executive Compensation Plans // Australian Journal of Management. 1982. Vol. 7. December. N 2. P. 139–157.

Watts R., Zimmerman J. Positive Accounting Theory. Prentice-Hall: Englewood Cliffs, NJ, 1986.

Williamson O. The Economic Institutions of Capitalism. The Free Press: N. Y., 1985.

Zimmerman J. The Costs and Benefits of Cost Allocations // The Accounting Review. 1979. Vol. 54. July. N 3. P. 504–521.

Статья поступила в редакцию 24 ноября 2004 г.