

ПРОБЛЕМЫ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ В ПЕРЕХОДНЫХ ЭКОНОМИКАХ



Массовая приватизация, когда ответственность за реструктуризацию берет на себя частный сектор, обретает лояльность общества, если акции широко распространены среди населения. При таком варианте приватизации в росте отдачи от имущества заинтересовано большое число акционеров. Российская хозяйственная среда в период «шоковой терапии» (1992-1994) закрепила контроль менеджеров над акционерными обществами. После 1996 года крупнейшие предприятия в результате залоговых акционеров перешли в собственность небольшого числа частных лиц. Передача собственности от государства в частные руки и переход на рыночные отношения не решили проблемы повышения конкурентоспособности отечественных товаров и услуг. Высокая концентрация капитала в руках у небольшого числа владельцев усугубляла отделение собственности владельцев от контроля со стороны менеджеров.

Отделению собственности от контроля сопутствует агентская проблема, суть которой в том, что принципалы (акционеры), заключая контракты, полностью осознают риски, связанные с выполнением их своими агентами (менеджерами). Проблема состыковки стимулов доверителей и агентов возникает всегда, когда не возникает возможности полного и достоверного раскрытия частной информации. Асимметрия информации между нанимателем и работником оставляет для каждого шанс действовать в своих интересах.

Следует иметь в виду, что неравенство, в том числе и информационное, — категория антропологическая и выступает как источник социальных преобразований и исторической динамики, средство борьбы с энтропией и хаосом. Выражение «А имеет власть над Б» означает, что:

- поведение Б для А более предсказуемо, чем А для Б;
- влияние А на Б выше, чем Б на А.

Асимметрия влияния — средство борьбы с неопределенностью, поэтому проблему асимметрии можно только смягчить, но невозможно решить. Дихотомия властных и властвующих — величайшая драма человека, но ее наличие следует уяснить для того, чтобы бескровно договариваться и решать проблемы между управляющими и управляемыми.

Агентская теория опирается на комбинацию допущений об информационной асимметрии и оппортунистическом поведении. Эта теория имеет два ответвления: теорию «принципал-агент», посвященную формулированию оптимальных стимулирующих контрактов («золотые парашюты», «отравленные пилюли» и др.), и теорию корпоративного контроля, исследующего конфигурацию прав на финансовые доходы и общую структуру управления компанией.

Асимметрия информации означает недостаточную для принятия решения осведомленность одной стороны о действиях участвующей в сделке другой стороны. Например, менеджеры лучше, чем акционеры, знают о состоянии дел в компании, что позволяет им действовать в собственных интересах. Неполнота информации лежит в основе существования высокой информационной ренты, получаемой менеджерами. Менеджеры меньше заинтересованы в прибыли, чем акционеры. Кроме стремления обеспечить прибыль менеджеры могут реализовывать стратегические решения, увеличивающие их личную власть. Избыточные низкодоходные инвестиционные проекты, малоэффективные слияния и поглощения и другие оппортунистические решения могут существенно уменьшить уровень прибыли и дивидендов, выплачиваемых акционерам.

Оппортунизм — это преследование личного интереса с использованием коварства, включающего просчитанные усилия по сбиванию с правильного пути, обман, сокрытие информации и другие действия, мешающие реализации интересов организации.

Смягчить агентскую проблему могут позволить: мониторинг, государственное регулирование в целях раскрытия информации и финансовое посредничество.

Мониторинг предполагает аудит и периодические проверки деятельности компании. Затруднения представляют значительные затраты времени и средств, необходимые для такого контроля, которые ложатся на плечи акционеров.

Государственное регулирование в целях раскрытия информации предполагает наличие законов по поддержанию принципов бухгалтерского учета, публикации достоверной информации и санкций против менеджеров, скрывающих и присваивающих прибыль путем обмана. Однако раскрыть и доказать их нарушения достаточно просто.

В рамках англосаксонской неоклассической экономической модели верховной власти акционеров проблемы бездействия, некомпетентности, субъективного риска в поведении менеджеров решаются внешними акционерами (аутсайдерами). Эффективный рынок капиталов и его инфраструктура (инвестиционные банки, фонды, рейтинговые агентства, юридические фирмы и др.) обеспечивают оценку стоимости компании и контроль акционеров за ее управляющими. Неоклассическая экономическая теория утверждает, что:

- все продаваемые факторы производства оцениваются на конкурентных рынках;

- эффективность экономики подтверждается максимизацией остаточного дохода после оплаты доступных на рынке факторов производства;

- акционеры - претенденты на остаточный доход заинтересованы в максимизации стоимости активов компании (дисконтированная сумма ожидаемого в будущем остаточного дохода);

- необходимо осуществлять конкурентные оценки стоимости компании и действительно направлять ее руководство, если стоимость активов компании занижена.

Развитый фондовый рынок воплощает механизм перераспределения корпоративного контроля. Рынок корпоративного контроля (акционерного капитала) выступает как внешний экономический субъект, оказывающий давление на решения менеджеров. Неэффективные решения менеджеров натапливаются на сопротивление рынка капиталов, а механизмы слияний и поглощений устраняют неконкурентные компании и слабых руководителей.

Неоклассической модели верховной власти акционеров в условиях конкурентных рынков противопоставляется модель управления, в которой права контроля передаются от инсайдеров к аутсайдерам. Экономика англо-американского типа, ориентированная на ценные бумаги финансовой системы, распределяет мониторинг между различными посредниками — экономическими агентами, занимающимися обработкой информации и правовыми институтами, обладающими специализированными знаниями в области финансов. На ранних этапах развития капиталистического хозяйства отсутствие деловой репутации и сложного рыночного анализа чрезвычайно осложняют финансирование за счет акций и облигаций. Вторая модель целесообразна для стран, в которых нет эффективных рынков акционерного капитала труда и институционализированной инфраструктуры рынков. Например, в переходных экономиках менеджеры устанавливают сильный контроль внутри своих компаний (инсайдерский контроль). Здесь нет какого-либо сильного внешнего экономического субъекта с решающей властью смещать менеджеров из-за низких управленческих результатов или поведения, отличающегося субъективными рисками.

В переходных экономиках избыточный контроль инсайдеров рекомендуют преодолевать, включая в Советы директоров внешних инвесторов (коммерческие банки и инвестиционные фонды). Аутсайдеры в таких ситуациях должны нести существенные агентские затраты при инвестировании в компании, контролируемые инсайдерами. Баланс между интересами инсайдеров и аутсайдеров демонстрируют коллективное право инсайдеров на контроль в Западной Германии и выборочное вмешательство аутсайдеров в дела компаний в Японии. В этих странах ограничения исторического характера препятствовали созданию структуры корпоративного контроля, основанной на эффективном рынке акционерного капитала.

Агентские издержки (agency costs) возникают между главными действующими лицами контрактного взаимодействия - принципалом и его агентом. Содержание проблемы отношений принципал-агент (агентской проблемы) заключается в том, что, хотя агент должен действовать в интересах доверителя, он часто пользуется преимуществом в доступе к экономической информации и преследует собственную выгоду в ущерб доверителю. Агентские издержки можно выразить суммой трех величин:

- затраты доверителя на мониторинг — контроль за соблюдением агентом условий договора;
- расходы агента, связанные с выполнением обязательств перед доверителем;
- остаточные выгоды доверителя — денежный эквивалент снижения доходов доверителя из-за расхождений между решениями агента, которые бы максимизировали доходы доверителя, и действиями агента, связанными с выполнением его обязательств.

Когда компания контролируется инсайдерами, ей присущи проблемы мотивации* (от фр. обосновывать, приводить доводы) деятельности менеджеров, даже если она потенциально эффективна. Администрация компании в случае ее контроля менеджерами может:

- пытаться делать займы, чтобы построить собственную империю;
- расходовать средства на реализацию непроизводительных проектов (социальных и производственных);
- избегать инноваций;
- увилывать от исполнения своих обязанностей и «бесплатно процветать»;
- расходовать большую часть дохода на зарплату сотрудников, а не на погашение кредитов и дивидендные выплаты по акциям.

Чтобы справиться с отрицательными результатами подобных мотивационных проблем, целесообразно активную роль в осуществлении мониторинга передать внешним экономическим агентам (аутсайдерам).

Мониторинг компании можно в зависимости от момента времени разбить на три фазы. Мониторинг в фазе «до принятия решения» оценивает потенциальные или новые назначения на руководящие должности, проекты - по их способности справиться с проблемами компании - и должен облегчить решение проблемы ложного выбора.

Промежуточный мониторинг проводится для смягчения проблемы субъективного риска — стремление инсайдеров к поведению по принципу «безбилетника».

*Теория мотивации утверждает, что высокая степень гарантий сохранения работы снижает мотивацию и сопровождается низкой эффективностью труда; высокий уровень безработицы и рисков неполучения доходов компенсируется значительным уровнем ожидаемых доходов.

Мониторинг в фазе «после принятия решения» предназначен для уточнения реального финансового состояния компании, погашения кредитов, дивидендных выплат и наказания виновных, если это еще не сделано. Проблема агентских отношений, находящаяся в центре современных исследований корпоративного управления в рамках теории финансов, проявляет себя следующим образом:

- Предприниматель или руководство фирмы имеет идеи, но для их реализации недостает внутренних ресурсов.

- Фирме следует обратиться к инвесторам с просьбой о предоставлении капитала в обмен на обещание возместить его из будущих прибылей.

- Для снижения издержек, связанных с привлечением внешних инвестиций, обещание вернуть капитал должно быть достоверным.

- Обеспечить достоверность обещаний инсайдеры должны либо: а) предоставив внешним инвесторам права собственности или денежные потоки (например, путем предоставления залога); б) частично отказаться от контроля за принятием инвестиционных решений. Эти две альтернативы можно назвать дистанцированным финансированием и финансированием, ориентированным на контроль. Принципиальное различие заключается в том, обладают или нет инвесторы влиянием на принятие инвестиционных решений.

Дистанцированное финансирование — это «корпоративное управление по цели», когда инвесторы напрямую не вмешиваются в принятие стратегических решений до тех пор, пока они получают выплаты в соответствии с заключенными с ними контрактами. Предоставление внешнему инвестору ликвидационных прав залога может сделать обязательство выплачивать задолженность достоверным. Угроза присвоения инвестором значимых для фирмы активов, определяющих ее денежные потоки, может дисциплинировать инсайдеров. Изъятие залогов и реструктуризация активов при плохом положении дел требует навыков от тех, кто должен ограничивать поведение менеджеров, склонных к строительству империи в рамках успешных фирм.

Финансирование, ориентированное на контроль, предназначено для смягчения проблем агентских отношений посредством мониторинга инвестиционных решений фирмы. Этот вид корпоративного управления представляет управление путем вмешательства. Формы такого вмешательства разнообразны: наложение вето на неэффективные решения, контроль за обеспечением принятых решений, замена руководства фирмы и др. Поскольку владение большими правами контроля предполагает постоянные затраты, то финансовый посредник в основном ведет себя пассивно и активизирует контроль тогда, когда фирма терпит финансовое бедствие.

Контроль может осуществляться широким спектром институтов-посредников: банками, инвестиционными фондами, другими промышленными компаниями и др. Сочетание мест в совете директоров, голосов на общем собрании акционеров должно повысить вероятность того, что мониторинг со стороны посредников будет эффективным. Однако в конечном счете вопрос о мотивах посредника поднимает вечную проблему того, «кто контролирует контролеров», а также надежности государства в поддержании дисциплины.

В переходных экономиках коррупция внутри организаций и за ее пределами является неотъемлемой частью экономического роста. Чрезмерное насилие препятствует экономическому росту. Торжество демократии уничтожило миф о монархе как абсолютно благожелательном агенте своих подданных. Тем не менее большинство продолжает, рассматривая реальность, сравнивать ее с идеалом, а не с доступными альтернативами. В разработанной на Западе в 1970-1980-х гг. теории «принципал-агент» предполагалось, что выигрыш от расширения прав и свобод будет выше, чем издержки от своекорыстного поведения. Возникает вопрос о том, как предотвратить угрозу захвата агентом регулирующих органов. Из теории контрактов следует, что принципал так составляет контракт, что минимизирует потери эффективности, вытекающие из наличия у агента информационных преимуществ.

Надзорный орган может позволить получить принципалу достоверную информацию об агенте. В таких случаях принципал делегирует посреднику полномочия и вынужден оставлять ему часть ренты, чтобы получить достоверную информацию и предотвратить незаконный сговор надзорного органа и агента. Интерес в сговоре — это информационная рента, остающаяся у агента при сокрытии надзорным органом информации о нем. Агент для того, чтобы решиться на риск, должен быть уверен, что получит премию (ренту), соответствующую риску. Создание надзорного органа увеличивает риск агента. Плата надзорному органу, передающему достоверную информацию, должна по размеру быть выше, чем интерес в сговоре без учета трансакционных издержек на его организацию. Принципал, желающий предотвратить возможность сговора агента с надзорным органом, может действовать в направлении:

- создания системы стимулирующих платежей, осуществляемых надзорному органу;
- уменьшить размер интереса от организации сговора;
- увеличить трансакционные издержки на организацию сговора.

Авторы: Сироткин В.Б., д.э.н., профессор, заведующий кафедрой Менеджмента ГУАП

Бабарин М.С., к.э.н., Генеральный директор ЗАО "ИК "Энергокапитал"

Инвестиционная компания
"Энергокапитал" успешно работает
на российском рынке ценных бумаг
более 18 лет.
Являясь универсальным оператором
фондового рынка, компания
предлагает широкий спектр услуг и
высокое качество клиентского
обслуживания.

Интересы клиента в центре нашего
внимания!

Санкт-Петербург, ул. Ефимова, 4А
тел.: (812) 329 55 92
телефон по России: 8 (800) 200 58 68
www.energ.ru

ЗАО «ИК «Энергокапитал» создано в 1994 году. Индивидуальный рейтинг надежности инвестиционной компании по оценке Национального рейтингового агентства «АА-» (очень высокая надежность - третий уровень).

ИК «Энергокапитал» представляет широкий спектр услуг:

- Корпоративные финансы и консалтинг
- Брокерское обслуживание
- Индивидуальное инвестиционное консультирование
- Инвестиции на международных рынках
- Структурированные продукты
- МТС на основе различных принципов инвестирования
- Стратегия управления капиталом E-Five
- Система стохастического управления Online Trader
- Индивидуальное доверительное управление активами
- Интернет-трейдинг
- Трейдинг с институциональными инвесторами
- Аналитическое обеспечение инвест. деятельности
- Кредитование под залог ценных бумаг
- Депозитарное сопровождение