

Тропин Александр Игоревич
студент бакалавриата
Финансовый университет при Правительстве РФ
e-mail: tropin.97@inbox.ru

Научный руководитель
Тропина Жанна Николаевна
доцент Департамента финансовых рынков и банков
Финансовый университет при Правительстве РФ
e-mail: tropina_zanna@inbox.ru

АГЕНТСКИЙ КОНФЛИКТ В УПРАВЛЕНИИ БИЗНЕСОМ.

Аннотация: статья посвящена проблемам формирования отношений между собственниками и наемным менеджментом в процессе управления бизнесом, в статье предложены возможные варианты нивелирования возникающих конфликтов.

Ключевые слова: менеджмент, агент, принципал, заказчик, агентский конфликт.

Агентские отношения представляют собой отношения, складывающиеся между двумя группами участников, при этом одна из этих групп (заказчики, принципалы) передает другой группе (агентам) функции управления. Принципал является собственником капитала, от лица которого и по поручению которого далее начинает действовать агент. В рамках современных сложно организованных корпоративных структур функции управления делегируются собственниками бизнеса менеджменту компаний. При этом менеджменту передается принятие инвестиционных и финансовых решений на самых разных уровнях. Менеджеры действуют от лица реальных собственников бизнеса при условии выплаты им вознаграждения за деятельность по управлению.

Источник агентских конфликтов – серьезное несовпадение интересов собственников акционерного капитала и управляющих. “Потенциальный агентский конфликт возникает во всех тех случаях, когда менеджер фирмы владеет менее чем 100% ее голосующих акций”.¹ Риски, связанные с ведением бизнеса, с возможностью потери капитала полностью ложатся на плечи собственников, при этом возможность влиять на деятельность компании для собственников весьма ограничена. Компания для собственников является, прежде всего, инвестиционным объектом. Группа собственников капитала рассматривается достаточно широко, это не только собственники акционерного капитала, но и кредиторы и держатели долговых ценных бумаг корпорации.

Менеджеры, так же как и собственники могут быть наделены ценными бумагами компании, однако, в отличие от собственников владение акциями компании будет рассматриваться менеджерами лишь как один из аспектов взаимоотношений с корпорацией. Для управляющих компания будет являться, прежде всего, источником заработной платы, других вариантов выплат, приобретения деловых связей, формирования собственного человеческого капитала.

Управление бизнесом в условиях жестко конкурентного рынка является достаточно сложным видом деятельности. Часто менеджменту приходится действовать и принимать решения в условиях неопределенности, поэтому необходимые результаты не всегда могут быть достигнуты. Существуют сферы, влияние менеджмента на которые чрезвычайно ограничено, существует достаточно большой набор рисков, которые не относятся к группе управляемых. При этом уровень получаемых вознаграждений и в целом позиции менеджмента часто определяются именно внешними условиями реализации принятых решений, а отнюдь не

¹ Бригхем Ю. Гарпенски Л. Финансовый менеджмент. С.20

исходными целями, намерениями и принимаемыми для выполнения поставленных задач мерами.

Как правило, менеджмент корпораций склонен проводить консервативную политику, позволяющую либо нивелировать, либо полностью избегать коммерческого риска. Причиной подобной тактики менеджмента является желание защитить свои многочисленные источники получения дохода (изменение стоимости акций – лишь один из вариантов получения доходов менеджментом). Поэтому менеджментом могут приниматься решения, выгодные самому менеджменту, но не собственникам бизнеса. Возникает группа конфликтов, формирующихся в рамках отношений “принципал-агент”, называемых агентскими конфликтами.

Агентский конфликт отнюдь не является обязательным для агентских отношений. В условиях отсутствия неопределенности, отсутствия свободы выбора при принятии решений агентом, возможности для принципала оценивать действия управляющего агента, агентский конфликт может не возникать. За работу, не соответствующую предъявляемым принципалом требованиям менеджер, может быть либо уволен, либо получить значительно меньшее по объему вознаграждение. Если менеджмент компании, действуя в условиях неопределенности все-таки готов взять на себя риски бизнеса в полном объеме, конфликта интересов агентов и принципалов также может не возникать. Таким образом, ведущими в формировании агентского конфликта являются два фактора: неприятие менеджментом риска и неполнота информации при принятии менеджментом решений.

Примером неприятия менеджментом рисков могут стать подходы к решению компанией вопросов в области инвестирования. В условиях проведения менеджментом политики с ориентацией на максимизацию финансовых результатов в рамках краткосрочного периода целью корпоративного управления становятся повышение ключевых показателей

эффективности всеми возможными способами. Этой ведущей цели может быть подчинена деятельность не только высшего уровня менеджмента, но и региональных подразделений. Усилия менеджмента в этих условиях будут сосредоточены на стимулировании роста выручки, OIBDA, EBID, OIBDA за вычетом капитальных затрат, доли рынка, рентабельности и иных финансово-экономических показателях. Однако, как правило, не весь менеджмент компаний при этом будет концентрироваться на анализе эффективности расходов и на инвестировании в тех направлениях, которые в дальнейшем обеспечат новые источники доходов компании. Менеджментом часто выбираются направления вложения капитала компаний, обеспечивающие максимально быструю окупаемость. В том случае, если менеджмент получает фиксированное вознаграждение за управление бизнесом (не выплачиваются премиальные, не выдаются опционы на акции), менеджмент может пойти и на иные нарушения в исполнении своих обязанностей. Например, деятельность управляющих может быть не нацелена на поиск и предложение наиболее доходных для компании инвестиционных проектов (деятельность такого рода будет считаться просто не вознаграждаемой), активность менеджмента в сфере инвестиций может быть связана с проектами, обеспечивающими менеджменту дополнительные привилегии помимо фиксированной заработной платы. Кроме того менеджментом могут отбираться для реализации инвестиционные проекты, реализация которых по сравнению с другими, относительно рядовыми, но не менее доходными проектами предполагает наличие определенного опыта и навыков управления и соответственно и дополнительного вознаграждения за этот уровень управленческих навыков (и именно этими навыками и опытом будут располагать действующие менеджеры). Подобные действия менеджмента в дальнейшем становятся основой формирования агентских

конфликтов. Соответственно, ”хорошие инвестиционные решения зависят от того, каким образом оценивается и вознаграждается труд менеджеров”²

Формирование системы контрактов, в рамках которой сбалансировано соблюдались бы интересы всех задействованных сторон, является одним из вариантов решения агентского конфликта. При этом основная задача системы контрактов состоит в распределении риска между участниками отношений и гарантирование для сторон, насколько это возможно, получения дохода, соответствующего объему принимаемого сторонами риска. Одним из вариантов функционирования бизнеса может стать следующий вариант: собственники частично берут риск на себя, и сохраняют за собой право на принятие решений по определенному спектру вопросов. Однако роль менеджмента в этом случае существенно снижается. В случаях, когда риск полностью передается менеджерам им должно быть гарантировано право на получение остаточного дохода.

Кроме того для построения корректной системы распределения риска с дальнейшим выстраиванием системы вознаграждения за риск, необходимо исключить внешние риски, не связанные с конкретной деятельностью менеджеров. Вознаграждение должно предусматриваться лишь за те объемы риска, которые реально принимаются менеджментом. Например, система вознаграждения может быть выстроена как система, содержащая привязку к цене акций компании. Однако цена акций может изменяться под воздействием не только внутренних, но и внешних факторов, поэтому контракты такого рода не должны выстраивать четкую зависимость между уровнем вознаграждения менеджмента и ценой акции компании либо исключительно динамикой прибыли компании. Очевидно, корректным вариантом был бы учет превышения цены акций данной компании по сравнению со среднерыночными уровнями цен или значениями прибыли аналогичных компаний рынка.

² Брейли Р. Майерс С. Принципы корпоративных финансов. С.293

Агентская теория позволяет делать выводы, полностью согласующиеся с концепцией соотношения риска и доходности: более высокая ответственность и более высокие уровни риска должны соответствовать более высокой доходности. В ситуации, когда все риски ведения бизнеса принимаются на себя собственниками, нормальным для менеджмента будет являться фиксированный вариант вознаграждения. Если имеет место полная передача риска менеджменту, то разумным вариантом для собственников капитала может являться требование обеспечения фиксированного дохода на размещенный капитал с учетом альтернативных вариантов инвестирования с повышенным уровнем риска. В подобных условиях основной задачей менеджмента становится обеспечение требуемой доходности для собственников капитала с учетом инвестиционных рисков. Превышение над требуемой нормой доходности должно формировать доход менеджера.

Существует два варианта повышения уровня дохода для менеджера. Первый вариант – повышение уровня оплаты труда, рост дополнительных социальных выплат, обеспечение дополнительных привилегий, второй вариант – вхождение в число собственников бизнеса. В большинстве случаев при выстраивании схемы отношений “принципал - агент” право принятия бизнес-решений передается собственниками менеджменту не в полном объеме, поэтому менеджмент нацелен на вхождение в число собственников, которое приводит к расширению управленческого функционала. Исходным владельцам акционерного капитала наделение менеджмента акциями компании (возможно наделение либо акциями, либо опционами, дающими право на получение акций в перспективе) также выгодно, поскольку менеджмент в этом случае активно решает задачу повышения собственного уровня дохода, при этом обеспечивая рост доходов иных держателей акций.

Успешность этого подхода хорошо подтверждается практикой. Так, при заключении контракта с Майклом Изнером, который стал генеральным директором компании, компания Walt Disney Company предусмотрела для

него вознаграждение, складывающееся из трех компонентов: фиксированный годовой оклад в размере 750 тыс. долл.; премиальные выплаты по итогам года – 25% от чистой прибыли компании Disney, превышающей предельную доходность; опцион, позволяющий приобрести 2 млн. акций по фиксированной цене (14 долл. за акцию). К моменту истечения срока действия шестилетнего контракта с Изнером капитализация компании Disney выросла на 12 млрд. дол., более чем в 6 раз. Несмотря на то, что Изнером было получено лишь 1,6% от прироста капитализации, в абсолютном выражении цифра была внушительной – 190 млн. дол.

Однако передача акций в собственность менеджменту должна иметь количественное ограничение, доля акций в собственности менеджмента должна быть такой. Чтобы у менеджмента не появлялось возможности игнорирования интересов других собственников, игнорирования внешнего контроля (для мелких акционеров в этих условиях контроль и мониторинг финансового состояния компании становятся более дорогостоящими).

В рамках акционерной формы капитала рост благосостояния менеджмента компании достигается не только за счет роста стоимости акций, но и за счет роста дивидендных выплат (на западных рынках этот вариант имеет серьезное ограничение в виде прогрессивного налогообложения доходов).

Несимметричность информации создает для менеджмента возможность принятия решений, плохо контролируемых владельцами капитала. К ним могут относиться: негативное изменение структуры дебиторской задолженности при поддержании ее общей суммы, переуступка наиболее ценных активов компании, заключение не вполне выгодных для компании контрактов, сдача в аренду площадей, которые можно было бы использовать в производственных целях. Незначительная доля в капитале компании может обуславливать кардинальное отличие целей менеджмента и целей

основных акционеров бизнеса, стремящихся к максимизации рыночной стоимости компании. В этих условиях целями менеджмента могут стать: рост активов корпорации и расширение сфер ее деятельности. Рост размеров компании является, по мнению многих западных исследователей вопросов агентских конфликтов, основной целью менеджеров-агентов,³ поскольку размеры компании позволяют создать значительные дополнительные преимущества для менеджмента. В крупной стремительно растущей корпорации менеджменту проще сохранить руководящие позиции, поскольку скупить контрольный пакет компании в этом случае гораздо сложнее. В крупной корпорации менеджменту легче наращивать объемы своих полномочий и соответственно суммарный объем вознаграждений, кроме того в этих условиях создаются дополнительные возможности поддержки подчиненных, менеджеров среднего и низшего уровней. Руководство крупной компанией создает и возможности выхода на политическую арену, формирования имиджа, достижения определенного положения в обществе. Иногда менеджмент идет на операции по переливу капитала из управляемых компаний в компании, принадлежащие менеджменту.

Значимой проблемой агентских отношений является проблема морального риска. Существуют возможности стимулирования менеджмента к работе в интересах акционеров, однако применение дополнительных стимулов, как правило, является эффективным, когда существует возможность контроля за деятельностью менеджмента. Поскольку на практике возможность осуществления полного контроля со стороны акционеров работы наемных управляющих отсутствует, возникает проблема морального риска, незаметного для акционеров осуществления действий, противоречащих интересам собственников бизнеса.

³ См. подробнее: Бриггем Ю. Гарпенски Л. Финансовый менеджмент. С.21

В целях уменьшения агентских конфликтов и снижения уровня морального риска акционеры вынуждены проводить дополнительные контролирующие мероприятия, сопровождающиеся так называемыми агентскими затратами. Принято выделять три значимых категории агентских затрат: 1) расходы, связанные с осуществлением контроля за деятельностью управляющих, как правило, это в основном оплата проведения аудиторских проверок; 2) расходы, связанные с формированием организационных структур, значительно сокращающих возможности некорректной деятельности менеджмента, например введение необходимых кандидатур в совет директоров, введение независимых директоров в состав советов директоров; 3) расходы, связанные с выставлением дополнительных барьеров для управляющих в принятии нежелательных для акционеров решений, например, введение обязательного голосования акционеров по определенному кругу вопросов особенно значимых для роста капитализации бизнеса.

Таким образом агентские затраты являются разницей между потенциальной, гипотетической оценкой компании, (которая могла бы существовать в условиях совершенного рынка на котором отсутствовал бы конфликт интересов собственников бизнеса и менеджеров) и реальной оценкой компании.

Один из самых значимых вопросов в преодолении агентского конфликта для акционеров – формирование оптимальной, максимально стимулирующей управляющих схемы работы. При формировании подобных схем необходимо учитывать два существенных ограничения: во-первых, наличие собственных интересов у менеджмента; во-вторых, компенсация более высокого уровня риска большей доходностью.

Как правило, агентские конфликты углубляются при активном росте компании и распылении ее капитала, формировании отдельных групп

собственников, так называемых внешних и внутренних собственников, имеющих разного качества информацию о деятельности компании (инсайдеры и аутсайдеры). Инсайдеры располагают реальной информацией о финансовом состоянии компании, и ее инвестиционных планах, аутсайдеры пользуются информацией, поставляемой компанией на рынок, их участие в управлении реализуется по принципу “одна акция – один голос”.

Кроме первичного конфликта интересов, формирующегося как конфликт интересов собственников бизнеса в целом и менеджмента компании, существует конфликт интересов второго уровня, это конфликты, возникающие между владельцами значимых пакетов акций (и соответственно наделенными дополнительными правами в управлении компанией) и рядовыми акционерами, между группами внешних и внутренних собственников.

Следующий вид конфликтов, относимых к разряду агентских – конфликт интересов владельцев акционерного и заемного капиталов. Кредиторы, выдав кредиты либо купив долговые ценные бумаги компании, получают право на долю в доходах корпорации (проценты за пользование долговыми ресурсами и выплаты в счет погашения основного долга) а также определенную часть активов компании в случае банкротства. Контроль же за решениями, определяющими рентабельность и уровень рисковости активов компании, осуществляется акционерами, действующими, как правило, через менеджмент.

Кредиторы предоставляют долговые ресурсы компании на условии платности, ставка процента при этом будет определяться следующими параметрами: 1) уровень рисковости активов компании; 2) ожидаемая рисковость будущих дополнительных активов компании; 3) структура капитала компании; 4) прогнозируемые будущие решения компании в части структуры капитала корпорации. Эти факторы в совокупности определяют

уровень рисковости денежных потоков компании, и соответственно вероятность корректного обслуживания ею долга. С учетом этих факторов кредиторами определяется уровень требуемой доходности. Поскольку, уровень доступа к участию в управлении компанией для собственников и кредиторов принципиально отличается, у акционеров существует возможность переложить потери на собственников заемного капитала. Как правило, это происходит в тех случаях, когда собственники бизнеса принимают решения об инвестировании капитала, в том числе и заемного, в проекты с более высоким уровнем риска, чем тот, на который ориентируются кредиторы (риск текущей деятельности корпорации). Неконтролируемые действия акционеров в таких случаях приводят к искажению принципа компенсации риска. В случае успешной реализации рискованного проекта компания продемонстрирует рост денежных потоков и обеспечит повышенные дивидендные выплаты акционерам, владельцам заемного капитала будут адресованы фиксированные процентные выплаты, не отражающие реальный уровень риска инвестиционных операций.

Конфликт между аутсайдерами и инсайдерами ярко проявляется при проведении менеджерами выкупа контрольного пакета у акционеров. Чтобы провести процедуру management buyout на комфортных ценовых условиях менеджмент может пойти на инициирование убытков и преднамеренное распространение негативной информации о компании. Высокий уровень капитализации превращает эту задачу в сложно решаемую. Временные, случайные и инициируемые снижения цен акций создают благоприятные условия для проведения менеджментом операций по выкупу акций. Такого рода сделки становятся особенно привлекательными в период кризисов, когда у внешних акционеров, плохо осведомленных о реальном финансовом состоянии компании формируется негативное видение перспектив данного бизнеса, подталкивающее далее к продаже долевых ценных бумаг. В подобных ситуациях менеджмент, располагающий информацией о состоянии

дел в компании, оказывается в выигрышном положении, поводя операции по выкупу акций по сниженным ценам.

Операции management buyout особенно часто проводится в компаниях, испытывающих временные сложности, но при этом имеющих серьезный потенциал для роста. В условиях несовершенной системы контрактов шансы полного вытеснения мелких собственников менеджерами и инсайдерами серьезно возрастают. Система жесткого регулирования, присутствующая на развитых рынках, позволяет, как правило, пресекать и преследовать по закону подобные действия. На развивающихся рынках в условиях не столь развитого регулирования возможны подобные проявления агентского конфликта.

На первичный агентский конфликт может накладываться также конфликт интересов собственников акций, ориентированных на краткосрочное размещение денежных средств и соответственно заинтересованных в максимальной доходности инвестиций в рамках краткосрочного периода и интересами инвесторов имеющих долгосрочные инвестиционные цели. При этом на действия менеджмента компании будут влиять требования двух групп держателей ценных бумаг компании, имеющих диаметрально противоположные интересы относительно рыночной стоимости их инвестиций. В выборе стратегии развития компании менеджмент в этом случае будет руководствоваться своими собственными интересами. В ряде случаев менеджмент будет отдавать предпочтение краткосрочным решениям, продуцирующим временные положительные эффекты, игнорируя меры, направленные на рост внутренней стоимости компании, которая определяется, прежде всего, будущими денежными потоками в долгосрочном периоде.

Список литературы:

1.Брейли Р. Майерс С. Принципы корпоративных финансов.

