

УДК 658.11:657.9

Т.В. КРАМИН,

кандидат физико-математических наук, магистр экономики (США)

Институт экономики, управления и права (г. Казань)

ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЙ ПОДХОД КАК ОСНОВА СИСТЕМЫ УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИИ

В работе рассмотрена специфика использования теорий трансакционных издержек и агентских отношений в практике управления стоимостью компании. Определяется роль теории интересов и корпоративной социальной ответственности в формировании социальных ограничений в задаче максимизации стоимости бизнеса.

Трансакционные издержки и агентские отношения буквально принижают все систему управления стоимостью компании. Управление трансакционными издержками содержит огромный потенциал роста стоимости бизнеса, в особенности в России. Значительная доля трансакционных издержек приходится именно на агентские отношения.

Постулаты неоклассики основаны на допущении об отсутствии трансакционных издержек и наличии только производственных (трансформационных) издержек в экономических процессах. Однако данное грубое ограничение снимается в неоинституционализме. Допущение ненулевых трансакционных издержек существенно уточняет подходы к оценке и управлению стоимостью бизнеса, поскольку, как показывает практика, они могут быть достаточно высокими. Измерение трансакционных издержек и управление ими, как и производственными издержками, является мощным инструментом формирования корпоративной стратегии в рамках системы управления стоимостью компании.

Концептуальное решение вопросов корпоративного управления и, прежде всего, вопросов взаимодействия основных субъектов функционирования бизнеса становится возможным только при отказе от рассмотрения фирмы как неделимой единицы, которая принимает и

исполняет решения как индивидуальный агент. Возникновение и глобальное распространение крупных корпораций привело к неизбежности развития институтов делегирования полномочий управления. Теория агентских отношений изучает ситуации, в которых одно лицо (принципал) поручает другому лицу (агенту) выполнить некоторые задачи в интересах принципала. Решение этих задач не всегда находится в рамках интересов агента. Принципал может достичь этого результата посредством морального убеждения или социально-материального стимулирования агента.

Теоретическим и методологическим фундаментом агентских отношений является институциональный подход. В неоклассической экономической теории поведение индивида предполагается экономически рациональным. Созданная таким образом модель «экономического человека» предполагала, что действия человека по поводу извлечения полезности из экономических благ полностью рациональны. Такое допущение требует выполнения следующих условий:

- 1) индивид руководствуется только своими собственными желаниями и предпочтениями в экономических вопросах;
- 2) отсутствуют какие-либо внешние ограничения для обмена, препятствующие достижения максимума полезности индивида;

3) информация, необходимая для принятия решений в целях достижения его максимальной полезности, полна и доступна индивиду;

4) отсутствуют неэкономические инструменты повышения полезности.

Данная идеальная картина в реальности не существует, так как на индивида оказывают влияние другие индивиды и различные ограничения. В частности, предпочтения одних людей определяются предпочтениями других, поэтому предпочтения индивида нельзя считать независимыми.

Критикуя неоклассику как «экономику классной доски» институционалисты вместо модели «человека экономического» предложили модель «человека социального», для которого важным является реакция других людей на его действия. Институционализм, кроме того, выделяет еще два вида ориентации на собственный интерес, кроме непосредственного следования своим интересам, кроме эгоизма, принятого неоклассической экономической теорией: оппортунизм, послушание и др.

Современная практика корпоративного управления характеризуется, с одной стороны, чрезвычайной актуальностью агентских отношений, с другой – множеством проблем, связанных с их многообразием и многофакторностью. Собственниками крупной современной корпорации часто являются тысячи реальных лиц. Однако стратегическое управление корпорацией осуществляется несколькими менеджерами, предположительно действующими в интересах ее владельцев. Текущее управление компанией осуществляется многоуровневой иерархией менеджеров, некоторые из которых также являются акционерами компании. Таким образом, в настоящее время при характеристике корпоративного управления фирмы следует говорить о сложной системе агентских отношений между ее владельцами, директорами, менеджерами и сотрудниками, которые действуют и в интересах компании, и, возможно, в своих интересах.

Актуальность агентских отношений в России постоянно возрастает. Результаты анализа данных опроса, проведенного Г. Клейнером,

Р. Качаловым, Е. Сушко [1, с.79–80], показывают, что важно контролировать не только менеджеров, но и крупных собственников в целях избежания неэффективной деятельности предприятия (так считает 77% опрошенных).

Как показано в [2], управленческие решения являются основным базовым инструментом управления стоимостью. С этой точки зрения изучение системы агентских отношений корпорации является фундаментом для функционирования системы управления стоимостью бизнеса.

Ключевым элементом системы управления стоимостью бизнеса являются отношения между инвесторами, акционерами (принципалами) и высшими менеджерами (агентами). В корпоративном законодательстве большинства стран акционеры имеют наивысший статус: они избирают совет директоров, который, в свою очередь, нанимает и увольняет высших менеджеров, формирует стратегию компании. Таким образом, за акционерами законодательно закрепляется право повышать свое благосостояние за счет максимизации отдачи от своих инвестиций в компанию. Таким образом, утверждение о том, что максимизация стоимости компании является конечной целью фирмы, законодательно в целом закреплено. В то же время вопросы социальной эффективности, социальной ответственности и максимизации стоимости бизнеса, вопросы агентских отношений в случае нескольких принципалов и другие по-прежнему остаются актуальными.

Максимизация стоимости бизнеса, бесспорно, обеспечивает в определенной степени интересы всех его участников: сотрудников, менеджеров, акционеров. Однако нерациональное, с точки зрения максимизации стоимости бизнеса, поведение индивида может быть оправдано максимизацией его индивидуальной полезности. Такое поведение охарактеризовано в новой институциональной теории. Среди наиболее широко изученных примеров такого поведения можно назвать отлынивание, при котором выгода индивида заключается в уменьшении его трудового вклада в выполнение задачи за счет повышенных трудовых усилий других. Таким образом, его индивидуальный

эффект от общего успеха деятельности фирмы достигается за счет уменьшения собственных усилий.

Основной предпосылкой неразрешенности и нетривиальности агентских конфликтов является асимметрия информации между принципалом и агентом, которая создает возможности для оппортунистического поведения агентов: их обогащения за счет акционеров. Наиболее широко в профессиональной литературе изучено явление недобросовестности агентов, выраженной, например, в нерациональности использования ресурсов, прямом воровстве и мошенничестве путем перевода активов, пассивности, неадекватном риск-менеджменте.

В целях включения агентских отношений в систему управления стоимостью компании целесообразно идентифицировать и систематизировать факторы эндогенного оппортунизма [3, с.126] (рис. 1).

В представленном материале особое место будет уделено именно социально-институциональным факторам оппортунизма.

Е. Поповым и В. Симоновым [3, с.126–130]

выявлена зависимость уровня оппортунизма работников от величины заработной платы и уровня нематериального стимулирования российских предприятий. Согласно результатам их расчетов, при росте заработной платы такие виды оппортунизма как отлынивание и небрежность, снижаются, а случаи использования служебного положения – учащаются. Рост уровня нематериального стимулирования уменьшает все указанные выше проявления оппортунизма. Таким образом, авторы статьи делают вывод о превалировании «человека институционального» над «человеком экономическим» в современной российской экономике.

Кроме того, авторами отмечается прямопропорциональная зависимость степени оппортунизма (всех вышеназванных проявлений) работников от доли творческого элемента труда в общем объеме труда работников и от уровня специфичности ресурсов. Таким образом, данный результат подтверждает утверждение Уильямсона о росте транзакционных затрат с ростом специфичности активов.

Риски акционеров, собственников потерять часть своих доходов в результате оппортуни-

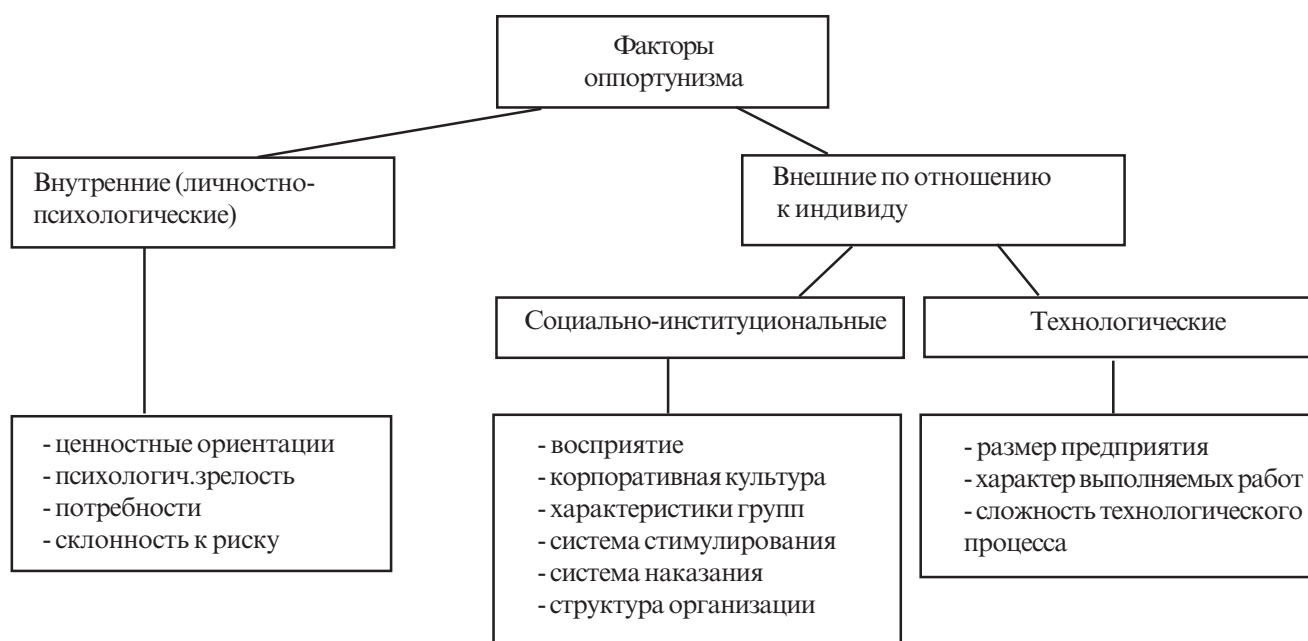


Рис. 1. Эндогенные факторы оппортунизма

тического или нерационального менеджмента свелись бы к нулю, если бы деятельность менеджеров для них была информационно прозрачна. В этом случае собственникам было бы достаточно использовать инструменты, утвержденные корпоративным законодательством. Кроме того, нерационально управляемая компания, рыночные цены акций которой падают в силу низкой асимметрии информации, становится мишенью внешнего поглощения, так как новые инвесторы имеют возможность заработать путем замены старого менеджмента и получить дополнительную капитализированную доходность в результате последующего роста цены акций компании на фондовом рынке.

Однако в реальности собственнику необходимо понести ряд агентских затрат для снижения указанных выше рисков:

1) затраты по созданию условий для снижения асимметричности информации;

2) затраты на стимулирование менеджеров в виде наградных акций или предоставления опционов на покупку собственных акций.

В отличие от теории агентских отношений, в которой рассматривается один агент и один принципал, практика реальных агентских отношений характеризуется дополнительными проблемами, связанными, например, с множественностью принципалов и многозадачностью агентских отношений. Множественность принципалов состоит в существовании более одного собственника компании, каждый из которых имеет свои интересы. Более полное удовлетворение интересов одного принципала может одновременно снижать положительные эффекты от ведения бизнеса для другого. В случае множества принципалов эффект от затрат на осуществление контроля за менеджерами со стороны отдельно взятого акционера расплывается. Эта проблема особенно актуальна при большом количестве акционеров. Кроме того, собственники поручают менеджерам решать множество задач, многие из которых потенциально могут конкурировать друг с другом. Менеджеры должны обеспечивать целевой уровень продаж, сокращать издержки, поддерживать или повышать качество продук-

ции, проводить научные исследования, увеличивать долю на рынке, повышать имидж компании. Задачей акционеров является установление приоритетности задач менеджера, в противном случае агент обоснует неудачи в одном направлении улучшениями в другом. Поэтому необходим общий критерий эффективности как самого менеджмента, так и агентских отношений.

Общим и универсальным, с точки зрения автора, мерилom рассмотренных агентских отношений является стоимость, создаваемая для акционеров. Согласно концепции управления стоимостью, приоритетность решаемых менеджерами задач, как и оптимальные состав и структура агентских затрат, определяются условием максимизации стоимости бизнеса. Основой для управления стоимостью являются, как было отмечено ранее, управленческие решения, каждое из которых вносит свой конкретный вклад в создание новой стоимости.

Из теории агентских отношений известно, что в случае множественности принципала (собственника) разные акционеры характеризуются различными целевыми функциями и горизонтами планирования. Следовательно, результаты деятельности фирм могут зависеть от доминирования того или иного собственника. Кроме стандартной проблемы отношений собственников и менеджеров, возникает проблема между мажоритарными и миноритарными акционерами. Рост доли крупнейшего акционера соответствует повышению контроля над менеджерами, но одновременно и снижению возможностей контроля за его деятельностью со стороны других акционеров. С математической точки зрения, данная ситуация характеризуется противоборством двух факторов и, следовательно, допускает существование оптимального, с позиций достижения максимальной эффективности, значения доли крупнейшего акционера.

Р. Капелюшников и Н. Демина [4, с. 53–68], используя регрессионное моделирование, установили, что большая доля акций крупнейшего акционера соответствует меньшей загрузке производственных площадей, меньшей заработной плате, меньшей рентабельности и

более высокому риску убытков. Однако эта модель плохо специфицирована, так как большинство полученных коэффициентов статистически незначимы. Добавление к рассмотрению еще одной объясняющей переменной – доли второго по размеру акционера – значительно улучшает спецификацию модели. Большая доля второго по размеру акционера соответствует большим значениям показателей эффективности предприятия. Данная связь в большинстве случаев статистически значима, как значим и коэффициент перед первой, упомянутой выше, независимой переменной.

В результате авторы, при допущении правильно выстроенной ими причинно-следственной связи, делают вывод о том, что большая доля крупнейшего акционера отрицательно влияет на деятельность предприятия, а увеличение доли второго акционера – положительно.

Другие аспекты в изучении института корпоративного управления рассмотрены сторонниками теории интересов и корпоративной социальной ответственности. В частности, в области корпоративного управления теории интересов и корпоративной социальной ответственности они обосновывают необходимость менеджмента компании удовлетворять не только интересы акционеров, но и нести более широкую ответственность перед основными группами заинтересованных сторон, к которым можно отнести поставщиков, клиентов, сотрудников и местное население. Одно из основных направлений теории интересов – деонтологическая теория интересов – обосновывает правомерность интересов и прав различных заинтересованных лиц и использует ее для определения корпоративных и менеджерских обязанностей. В статье Джозефа Хита и Уэйна Нормана «Теория интересов, корпоративное управление и государственный менеджмент» [5] показано, что с расширением ответственности менеджеров и с включением в нее расширенных обязательств по отношению к другим группам заинтересованных лиц проблемы агентирования еще более усложняются, затрудняя тем самым эффективный контроль за менеджерами.

Кроме уже упомянутой проблемы множес-

тва принципалов в агентских отношениях, при реализации принципов корпоративной социальной ответственности возникают предпосылки внешнего поглощения компании, так как принятие на себя не требуемых законом обязательств по отношению к некоторым группам заинтересованных лиц снижают доходность компании и рыночные котировки ее акций.

Действие в интересах других, кроме акционеров, заинтересованных в функционировании бизнеса лиц ведет, кроме того, к проблемам, связанным с нечеткой определенностью их интересов и их слабой организованностью.

Проведенный анализ позволяет сделать следующие выводы: принципы теории интересов и корпоративной социальной ответственности должны быть строго прописаны в корпоративном законодательстве. Только в этом случае они будут социально эффективны. Интересы всех заинтересованных сторон должны формулировать и контролировать не они сами, в силу их малоэффективности и слабой организованности, а государство. Таким образом, с учетом положений теории интересов и корпоративной социальной ответственности задача максимизации стоимости бизнеса получает дополнительные ограничения, вызванные необходимостью удовлетворения строго определенных законом обязательств перед обществом.

Теории трансакционных издержек и агентских отношений, таким образом, затрагивают важнейшие аспекты эффективности деятельности компании как на микроэкономическом уровне, так и во взаимодействии с внешней макроэкономической средой. Институциональный подход объясняет положение предприятий с точки зрения эффективности функционирования институтов.

Итак, эффективность функционирования системы управления стоимостью компании значительно повышается в случае своевременного выявления и минимизации трансакционных издержек, пронизывающих все сферы ее деятельности. Кроме того, особое место в системе управления стоимостью компании имеет координация и реформирование агентских

отношений, которые имеют значительный потенциал роста стоимости компании.

Список литературы

1. Клейнер Г., Качалов Р., Сушко Е. Экономическое состояние и институциональное окружение российских промышленных предприятий: эмпирический анализ взаимосвязей // Вопросы экономики. – 2005. – №9. – С. 67–86.

2. Крамин Т.В. Система управления стоимостью компании в институциональной экономике. – Казань: Изд-во Казанского ун-та, 2006.

3. Попов Е., Симонова В. Эндогенный оппортунизм

в теории «принципала-агента» // Вопросы экономики. – 2005. – №3. – С. 118–130.

4. Капелюшников Р.И., Демина Н. Влияние характеристик собственности на результаты экономической деятельности российских промышленных предприятий // Вопросы экономики. – 2005. – №2. – С. 53–68.

5. Хит Дж., Орманн У. Теория интересов, корпоративное управление и государственный менеджмент. Чему может научить в пост-энтровскую эпоху история государственных предприятий? // Журнал этики бизнеса. – 2004. – №53. – С. 247–265.

В редакцию материал поступил 15.02.07.

