

# Теория агентских отношений

- ◎ Целью фирмы является максимизация собственности (богатства) ее акционеров, а это сводится к максимизации цены акций фирмы.
- ◎ Менеджеры фирм могут иметь и другие цели, конкурирующие с максимизацией богатства акционеров.
- ◎ Тот факт, что владельцы фирмы — ее акционеры — предоставляют менеджерам право принятия решений, создает потенциальный конфликт интересов, который рассматривается в рамках общей концепции, называемой **теорией агентских отношений** (agency theory).
- ◎ Первичные агентские отношения — это отношения:
  - 1) между акционерами и менеджерами
  - 2) между кредиторами и акционерами.

# Основные представители:

- Вопросы формирования и функционирования корпоративных структур рассматривались в работах зарубежных исследователей:  
Дж. Гэлбрейта, П. Дру-кера, Р. Коуза, О. Уильямсона, К. Эрроу и др.
- Начало **современным дебатам** по поводу проблем издержек агентских отношений, порождаемых акционерной формой собственности, положено А. Берли и Г. Минзом в 1930-е годы.
- Проблема агентских отношений в корпорациях получила формализованность только с 1960-х годов в работах исследователей неинституционального и нового институционального направления А. Алчиана, В. Андресфа, Р. Вишны, Г. Гроссмана, Г. Демсеца, М. Дженсена, У. Меклинга, Р. Познера, О. Уильямсона, Ю. Фамы, Г. Харта, Дж. Ходжсона, А. Шляйфера, Т. Эггертссона и др.
- Среди отечественных авторов необходимо выделить работы С. Авдашевой, В. Авто-номова, С. Аукционика, Т. Долгопятовой, Р. Капелюшниковой, Г. Клейнера, Я. Кузьминова, М. Курбатовой, Д. Львова, А. Нестеренко, Р. Нуреева, Я. Паппе, В. Радаева, А. Радыгина, В. Тамбовцева, А. Олейника, А. Шаститко, Р. Энтова и др.

# Агентские конфликты

- Потенциальный агентский конфликт возникает во всех тех случаях, когда менеджер фирмы владеет менее чем 100% ее голосующих акций.
- Потенциальные агентские конфликты имеют важное значение для большинства крупных корпораций, поскольку, как правило, менеджеры крупных фирм владеют лишь небольшим процентом их акций.
- Создавая крупную, стремительно растущую фирму, менеджеры:
  - 1) закрепляют за собой свои места, поскольку скупка контрольного пакета акций другими фирмами становится менее вероятной;
  - 2) увеличивают собственную власть, статус и оклады;
  - 3) создают дополнительные возможности для своих подчиненных — менеджеров низшего и среднего уровня.
- Так как менеджеры большинства крупных фирм владеют лишь ничтожной долей акций этих фирм, они проявляют ненасытный аппетит к окладам и привилегиям, а также щедро жертвуют средства корпораций благотворительным организациям, которым они покровительствуют, поскольку большая часть этих расходов ложится на прочих акционеров.

# Агентские затраты

- ◎ Менеджеров можно побудить действовать на благо акционеров с помощью стимулов, ограничений и наказаний. Но эти средства эффективны лишь в тех случаях, когда акционеры могут проследить за всеми действиями менеджеров.
- ◎ Как правило, для уменьшения агентских конфликтов и частичного решения проблемы морального риска акционеры должны нести агентские затраты, к которым относятся все затраты, производимые с целью побудить менеджеров действовать с позиции максимизации достояния акционеров, а не своих эгоистических интересов.

◎ Существуют три важнейшие категории агентских затрат:

1) расходы на осуществление контроля за деятельностью менеджеров, например затраты на проведение аудиторских проверок;

2) расходы на создание организационной структуры, ограничивающей возможность нежелательного поведения менеджеров, например введение в состав правления внешних инвесторов;

3) альтернативные затраты, возникающие в тех случаях, когда условия, установленные акционерами, ограничивают действия менеджеров, противоречащие достижению основной цели — увеличению богатства акционеров.

◎ Агентские затраты могут увеличиваться, пока каждый доллар их прироста обеспечивает увеличение богатства акционеров более, чем на 1 доллар.

# Стимулирование менеджеров

- Существуют две крайние точки зрения по поводу способов разрешения агентского конфликта акционер—менеджер.
- Сторонники одной крайности утверждают, что, если вознаграждение менеджеров фирмы зависело бы только от курса акций фирмы, агентские затраты были бы невысоки, поскольку у менеджеров в этом случае имелся бы сильнейший стимул для максимизации собственности акционеров.
- Согласно другой крайней точке зрения, акционеры могут контролировать все действия менеджеров, однако такой вариант был бы весьма дорогостоящим и неэффективным.
- Оптимальное решение находится где-то между двумя этими полюсами и предусматривает увязку вознаграждения руководителя фирмы с результатами ее деятельности и одновременно некоторый контроль над его действиями.
- Помимо контроля существуют следующие механизмы, побуждающие менеджеров действовать в интересах акционеров:
  - 1) системы стимулирования на основе показателей деятельности фирмы;
  - 2) непосредственное вмешательство акционеров;
  - 3) угроза увольнения;
  - 4) угроза скупки контрольного пакета акций фирмы.



## Угроза враждебного поглощения фирмы.

- Враждебное поглощение, т. е. поглощение, которое может произойти против воли руководителей корпорации, чаще всего бывает в тех случаях, когда акции фирмы ввиду плохого управления имеют заниженную — относительно потенциала фирмы — стоимость.
- В подобных случаях менеджеры фирмы, перешедшей в другие руки, обычно увольняются, а оставшиеся теряют ту самостоятельность, которой они пользовались ранее.
- Это обстоятельство является для менеджеров сильным стимулом, побуждающим их стремиться к максимизации цены акций.

# Еще один агентский конфликт: акционеры и кредиторы

- Кредиторы имеют право на часть доходов фирмы, а также на активы фирмы в случае ее банкротства. Однако контроль за решениями, от которых зависят рентабельность и рисковость активов фирмы, осуществляют акционеры, действующие через менеджеров фирмы.
- Кредиторы ссужают средства фирме под проценты, ставка которых, среди прочего, зависит от:
  - 1) рисковости имеющихся у фирмы активов;
  - 2) ожидаемой рисковости будущих дополнительных активов;
  - 3) существующей структуры капитала фирмы;
  - 4) ожидаемых будущих решений, затрагивающих структуру капитала фирмы.Таковы первичные факторы, определяющие рисковость денежных потоков фирмы и, следовательно, надежность ее долговых обязательств; учитывая эти факторы, кредиторы определяют свои значения требуемой доходности.
- Следует отметить, что в большинстве случаев действия, направленные на максимизацию общей стоимости, максимизируют и цену ее акций. Однако может возникнуть и такая ситуация, когда общая стоимость фирмы снижается, а цена ее акций растет.
- Такое положение может возникнуть в том случае, если величина заемного капитала фирмы снижается, но часть утрачиваемой таким образом стоимости передается акционерам фирмы. В этом случае общая стоимость фирмы может снизиться даже при росте цен акций. Если менеджеры будут отдавать предпочтение акционерам перед держателями облигаций, то могут возникнуть проблемы.

- Фирма, которая ведет нечестную игру со своими кредиторами, либо лишается доступа на рынок заемного капитала, либо сталкивается с высокими ставками процентов по кредитам и другими ограничениями; обе эти перспективы чреватые ущербом для акционеров.
- Для того чтобы лучшим образом служить акционерам своих фирм, менеджеры должны вести честную игру с кредиторами.
- Менеджеры являются агентами и акционеров и кредиторов фирм и должны соблюдать баланс между интересами этих двух групп держателей ценных бумаг.
- **Вывод:** в нашем обществе менеджеры, желающие наилучшим образом служить интересам акционеров, должны честно относиться ко всем сторонам, чье экономическое положение затрагивают принимаемые ими решения.