**Инструменты решения агентской проблемы в корпоративном управлении**

Cвeтланa Бopиcoвна Aвдaшeва, доктор экономических наук, оpдинapный профессор НИУ BШЭ, профессор кaфедры экономического aнализа организаций и рынков, заместитель директора Инcтитyта aнализа пpeдприятий и рынков.

Одна из центральных проблем любой современной корпорации — агентская проблема. Собственник (или собственники) нанимает менеджеров для достижения определенных целей. Мы можем думать для простоты о максимуме прибыли (или, что то же самое, максимуме стоимости компании как текущей ценности дисконтированного потока прибыли). Собственники понимают, что менеджеры могут преследовать иные цели. Поэтому для собственников чрезвычайно важно понимать, насколько поставленная перед менеджерами цель достигнута. Однако прибыль зависит не только от усилий менеджеров, но и от внешних факторов. Собственник не может определить, в какой степени высокая (низкая) прибыль получена благодаря высоким (низким) усилиям менеджеров, а в какой — благодаря действию внешних факторов. Эта типичная проблема принципала — агента, или агентская проблема. В обыденном сознании агентская проблема ассоциируется с тем, что исполнительный менеджмент стремится получить выигрыши за счет акционеров. Однако агентская проблема воздействует не только на распределение выигрышей между участниками корпоративного управления, но и на стоимость компании.

Для соответствия — пусть и неполного — действий менеджеров интересам собственников используется система, известная как система корпоративного управления. Разделяют внешние и внутренние инструменты корпоративного управления.

К внешним инструментам относятся:

1. Рынок ценных бумаг. Если исполнительный менеджмент публичных компаний принимает неэффективные решения, это приводит к снижению курсовой стоимости акций и повышению риска поглощения компании, за которым последует смена исполнительного менеджмента. Однако в российских условиях фондовый рынок не затрагивает деятельности подавляющего большинства российских компаний, их акции там не обращаются, а основные сделки проходят вне организованных рынков.

2. Рынок корпоративного контроля. Если компания плохо управляется, ее ценность с точки зрения собственников снижается, возникают возможности и стимулы приобретения контроля со стороны другого (потенциально — более эффективного) собственника. Действие этого механизма в российских условиях осуществляется вне фондового рынка, основные сделки совершаются путем приобретения акций у других акционеров. Рынок корпоративного контроля — важнейший из внешних инструментов корпоративного управления, в том числе и в России. Его действие ограничено указанной выше неполнотой спецификации прав собственности. Пользуясь пробелами в законодательстве или невозможностью обеспечить выполнение законов, неэффективный собственник может в течение длительного периода сохранять контроль над предприятием или даже отнимать контроль у эффективного — с точки зрения результатов распоряжения активами — собственника.

3. Рынок менеджеров. Для любого наемного работника роль дисциплинирующего контракта выполняет рынок труда, на котором присутствуют незанятые конкуренты, в сочетании со стимулирующим уровнем заработной платы. Это верно и для высших менеджеров компании — в той степени, в которой их можно заменить конкурентами на рынке труда. Чем более развит рынок услуг менеджеров, тем большей угрозой для менеджеров компании является их смена в результате решения собрания акционеров по рекомендации совета директоров. При этом неудача руководимого предприятия может оказывать двоякое отрицательное воздействие на положение менеджера: во-первых, он может быть лишен работы и заменен другим; во-вторых, ухудшается его репутация, а следовательно — будущая конкурентоспособность на рынке управляющих. Наличие рынка менеджеров заставляет их заботиться о своей репутации.

В России рынок менеджеров как внешний инструмент корпоративного управления обладает не очень высокой действенностью по двум причинам. Первая состоит в элементарном дефиците управленцев с достаточным уровнем знаний и умений, с которым сталкиваются российские компании на протяжении всех последних 15-20 лет. Вторая причина связана с тем, что руководство любой конкретной компанией в России требует специфических связей. Эффективный менеджер должен не только уметь руководить бизнесом, но и иметь хорошие контакты с руководителями органов государственной власти разных уровней. Эти факторы до сих пор затрудняют смену менеджмента в акционерном обществе и снижают действенность рынка управляющих в качестве дисциплинирующего механизма в России.

4. Институт несостоятельности (банкротства). По своему назначению процедуры банкротства направлены на вывод с рынка неэффективных предприятий и защиту прав кредиторов. Однако угроза потери места в результате банкротства предприятия может снизить не только текущие, но и будущие доходы, поскольку отразится на репутации менеджера. Поэтому хорошо действующий институт банкротства в конечном итоге защищает не только кредиторов, но и неконтролирующих (миноритарных) акционеров тоже.

Однако особенности института банкротства в России таковы, что не позволяют рассматривать его в качестве действенного инструмента зашиты прав акционеров. До 1998 г. банкротство как таковое вообще не было серьезной угрозой для российских предприятий, поскольку предприятие подлежало банкротству только в том случае, если выполнялось условие неоплатности обязательств (в отличие от неоплаченности обязательств). Иначе говоря, кредитор должен был доказать, что его должник не только не возвращает ему долг, но и не в состоянии это сделать. Трансакционные издержки взимания долга в законном порядке тем самым оказывались запретительно высокими.

В 1998 г. процедура банкротства была изменена, однако ряд особенностей нормативной базы сделал банкротство слишком привлекательным инструментом для рейдеров в рамках недобросовестных корпоративных захватов. Таким захватам подвергались не худшие, а лучшие предприятия, поэтому дисциплинирующим механизмом они быть не могли. В 2002 г. законодательство о банкротстве было изменено таким образом, что затруднило недобросовестные захваты. Однако традиции использования банкротства для защиты кредиторов и в конечном счете — акционеров компании в России еще недостаточно развиты.

5. Ответственность исполнительного менеджмента перед акционерами. В том случае, если действия менеджеров сознательно были направлены на снижение стоимости компании и доходов акционеров, они могут быть привлечены к ответственности (в зависимости от традиций правовой системы — уголовной и/или гражданской). Однако возлагать серьезные надежды на механизм ответственности менеджеров не стоит, поскольку они не могут принудить менеджеров полностью следовать интересам акционеров. В лучшем случае ответственность менеджеров сможет удержать их от наиболее одиозных форм нарушений прав акционеров — например, явного вывода активов из компании.

К числу внутренних механизмов корпоративного управления принадлежат:

1. Деятельность собрания акционеров и принимаемые им решения. Если результаты деятельности исполнительного менеджмента не удовлетворяют собственников, они имеют возможность сменить директора на общем собрании. Очевидно, этот механизм предназначен для защиты в первую очередь акционеров, отделенных от управления. В последние годы собрания акционеров играют все большую роль в российских компаниях. Однако, с точки зрения большинства собственников, само по себе право голоса на собрании акционеров недостаточно, в первую очередь потому, что в нормальной ситуации собрания проводятся раз в год, и этого явно недостаточно, чтобы отделенный от управления компанией акционер мог контролировать принимаемые решения.

2. Деятельность совета директоров. Совет директоров в российской системе корпоративного управления (как и в большинстве европейских стран) — это орган, специально создаваемый для контроля за текущей деятельностью исполнительного менеджмента в целях обеспечить ее соответствие интересам собственников. Исполнительный менеджмент также может входить в совет директоров, однако в соответствии с Законом «Об акционерных обществах» руководители предприятия не могут занимать в совете долю свыше 25%. Роль совета директоров в корпоративном управлении в российских акционерных обществах на протяжении последних 10 лет неуклонно растет. Для повышения профессионализма принимаемых решений создаются специализированные комитеты — в том числе комитеты по аудиту, комитеты по стратегическому планированию, по вознаграждениям и т.д. Для работы в комитетах могут привлекаться профессиональные управленцы, экономисты и финансисты, не являющиеся членами совета директоров.

Все чаще в состав советов директоров входят независимые директора, не связанные с крупнейшим собственником (собственниками) и, тем более, исполнительным менеджментом. Однако далеко не во всех компаниях совет директоров действительно представляет собственника. Во всяком случае, отделенный от собственника исполнительный менеджмент противодействует созданию в акционерном обществе высокопрофессионального и независимого совета, предпочитая «карманные советы», фактически подчиненные интересам менеджмента. Кроме того, эффективное функционирование совета директоров требует специальных навыков, и до сих пор в России профессиональные члены совета едва ли не в большем дефиците, чем даже профессиональные управленцы.

3. Стимулирующие контракты менеджеров. С исполнительным менеджментом могут заключаться контракты, предполагающие бонусы в зависимости от достижения менеджерами целей, которые ставят перед ними собственники. В качестве целевых индикаторов могут выступать прибыль или выручка компании, успешная реализация инвестиционного проекта, рыночная доля компании. Курсовая стоимость акций, в отличие от зарубежных стран, в России используется редко в силу относительной неразвитости рынка ценных бумаг.

Стимулирующие контракты выступают важным инструментом корпоративного управления, однако при их разработке и применении можно столкнуться с тремя типами проблем:

Первый тип проблем состоит в том, что стимулирующие контракты заведомо несправедливы. Результаты деятельности компании зависят не только от усилий, прилагаемых менеджерами, но и от внешних, не зависящих от них обстоятельств. Если, например, ориентироваться на индикатор прибыли, то в период экономического подъема акционеры будут стимулировать и хороших, и вполне средних менеджеров, в то время как в период общего экономического спада даже исключительно эффективный менеджер не получит бонусов.

Второй тип проблем связан с тем, что любой индикатор экономического и финансового положения компании несовершенен, поэтому менеджеры могут манипулировать ими, в том числе — нанося ущерб собственнику. Представим себе, например, ситуацию, когда краткосрочные финансовые индикаторы (выручка, прибыль, кредиторская задолженность) увеличиваются в ущерб долгосрочной финансовой стабильности.

Третий тип проблем возникает в связи с тем, что стимулирующие контракты работают тогда, когда они действительно способны предоставить менеджерам большие выигрыши по сравнению с их альтернативными стратегиями. Однако, если в действующей институциональной системе оппортунизм приносит менеджеру большие выигрыши, стимулирующие контракты оказываются бессильными.

Наконец, проблема принципала-агента может решаться объединением собственности и управления в одних руках (вариант «сделай сам»). Именно это характерно для модели директорской собственности. Однако в последнее десятилетие объединение собственности и управления часто возникало и после появления у предприятия новых внешних собственников. Приобретая контрольный пакет акций у «красного директора», новый собственник либо сам становился генеральным директором, либо выдвигал в качестве генерального директора тесно связанного с собой менеджера.

Агентская проблема неизбежно снижает доходы внешних собственников и стоимость компании. Во-первых, прибыль компании снижается в результате искаженного поведения исполнительного менеджмента. Во-вторых, собственники несут дополнительные расходы на то, чтобы исполнительный менеджмент все-таки руководствовался их интересами. Эти дополнительные расходы могут принимать двоякую форму. Либо собственники расходуют ресурсы (время и деньги) на контроль действий исполнительного менеджмента (обратим внимание, что совет директоров как инструмент подобного контроля может обходиться очень дорого), либо собственники расходуют ресурсы на разработку и применение стимулирующих контрактов для менеджмента, призванных заинтересовать менеджеров соблюдать интересы акционеров.

В разных странах мира используются разные комбинации инструментов корпоративного управления. Традиционно национальные экономики делят на две крупные модели — англосаксонскую и германо-японскую модель корпоративного управления. Англосаксонская модель в чистом виде предполагает распыленную собственность частных собственников и высокую роль внешних инструментов корпоративного управления (в первую очередь — фондового рынка). Для германо-японской модели характерна высокая концентрация акционерного капитала в руках институциональных инвесторов. Поскольку институциональные инвесторы обладают лучшими инструментами мониторинга, чем индивидуальные собственники небольших пакетов в англосаксонской системе, в германо-японской модели преобладают внутренние инструменты корпоративного управления.

Обобщенный и систематизированный российский опыт построения организационной структуры вы можете изучить в курсе «Разработка организационной структуры». С помощью курса «Стратегический менеджмент» вы можете изучить методы разработки, планирования и контроля стратегии фирмы. Полностью функции корпоративного управления и совета директоров в частности вы можете усвоить с помощью курса «Корпоративный менеджмент», при обучении по индивидуальной программе.