Бузанова К.С.
Студент 3 курса,
кафедра финансового и инвестиционного менеджмента,
Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации,
РФ, г.Москва

ИНСТРУМЕНТЫ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА В РАЗРЕШЕНИИ КОРПОРАТИВНЫХ АГЕНТСКИХ КОНФЛИКТОВ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ

В статье рассматриваются теоретические основы агентских конфликтов и агентских издержек в корпорациях, а также финансовые инструменты разрешения корпоративных агентских конфликтов через призму российского опыта. В частности, в статье рассматривается возможность вознаграждения менеджеров-агентов акциями или опционами с целью повышения их вовлеченности в наращивании стоимости компании и обогащении принципалов-собственников, а не с целью получения собственных выгод. Также в статье большое внимание уделяется агентским издержкам и их влиянии на финансовое состояние организации, а также виды таких издержек и условия их эффективности. В целом рассмотренный финансовый инструмент награждения менеджеров акциями или опционами в целях стимулирования агентов в повышении стоимости компании распространен на российском рынке, причем не только в крупных финансовых корпорациях, но и в небольших технологичных компаниях.

The article discusses the theoretical basis of agency conflicts and agency costs in corporations, as well as financial tools for resolving corporate agency conflicts through the prism of the Russian experience. In particular, the article considers the possibility of rewarding agent managers with shares or options in order to increase their involvement in building up the value of the company and enriching the principal-owners, rather than for the purpose of obtaining their own benefits. Also in the article much attention is paid to agency costs and their impact on the financial

condition of the organization, as well as types of such costs and conditions of their effectiveness. In general, the considered financial instrument of rewarding managers with shares or options in order to stimulate agents in increasing the value of the company is widespread in the Russian market, and not only in large financial corporations, but also in small technology companies.

Ключевые слова: агентские конфликты, агентские издержки, модель «принципал-агент», опционные программы.

Key words: agency conflicts, agency costs, principal-agent model, option programs.

В научной литературе первые упоминания о как таковых агентских отношениях появились в западных исследованиях 30-х годов XX века. А. Берли и Ж. Минза в исследовании 1932 года выделили особенность характерной в то время тенденции американского управления корпорациями, в которых наблюдалось разделение непосредственно управления и собственности. Собственники, то есть акционеры, корпораций все меньше выполняли управленческие функции, передавая их менеджерам, которые не владеют корпорацией (или владеют минимальным пакетом акций), однако, по сути, реально управляют организацией. Так появилась модель «принципал – агент», которая является основой теории агентских отношений и основой для возникновения корпоративных агентских конфликтов. Принципал, являясь собственником корпорации, поручает агенту (менеджеру) функции по управлению корпорацией, при этом устанавливая ряд экономических, социальных и контрольных условий. Однако кроме теории агентских отношений авторы также выделили и первые зачатки агентских конфликтов, в частности, стремление агентов раздробить акции корпорации с целью

размывания аппарата контроля над их деятельностью[1]. Впоследствии в 1937 году вышло исследование Р. Коуза, который рассматривал возможность минимизации возникновения агентских конфликтов путем создания такого договора между принципалом и агентом, в котором будут максимально зафиксированы его права и обязанности[2], однако составление такого договора даже в современных исследованиях подвергается сомнениям – экономические издержки на фиксацию всех условий контракта не выгодны, нет проработки эффективного контроля за соблюдением выполнения агентом такого контракта[3]. Однако важность работы Р. Коуза состояла и в том, что он выделил стремление корпораций к снижению трансакционных издержек, в том числе и на выполнение агентских контрактов.

Разделение функций управляющего и собственника привели к возникновению «информационной асимметрии» - состоянию, в которой непосредственно управленец (агент) осведомлен о состоянии корпорации лучше, чем другие заинтересованные лица, в частности, собственники и инвесторы. Усугубление корпоративного агентского конфликта происходит в тот момент, когда агент начинает действовать в своих интересах, а не в интересах принципала. Интересами принципала является собственное благосостояние, следовательно, финансовый рост компании. Агент, находясь в ситуации, когда его доход и выгоды не зависят или минимально зависят от финансового состояния самой корпорации, может предпочитать действовать в интересах собственного материального или социального обогащения, а не в интересах обогащения принципала. Учитывая информационную асимметрию, принципал достаточно ограничен в способах и методах снижения рисков возникновения корпоративного агентского конфликта. Поведение менеджеров, направленное на увеличение собственного благосостояния в противовес стремлению увеличить благосостояние собственников, в научной литературе

---

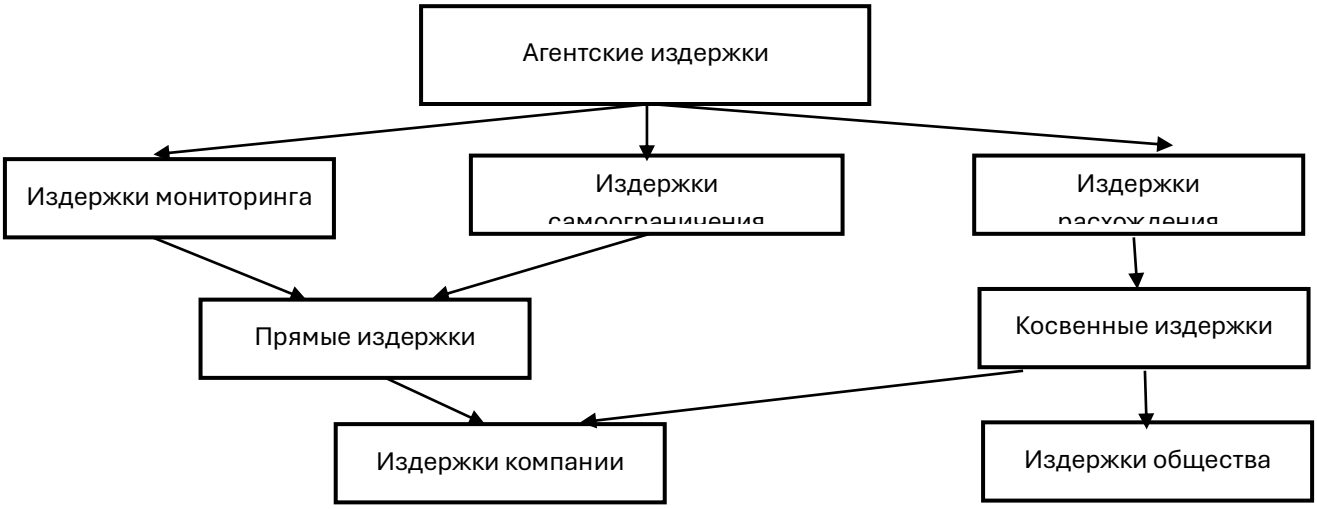
[1] Berle A.A., Means G.C. The Modern Corporation and Private Property. New York: The Macmillan Company, 1932.

[2] Coase R.H. The Nature of the Firm // Economica. 1937. № 4.

[3] Грицай И.И. Агентская проблема в корпоративном управлении // Образование и право. – 2023. - №2. – С. 241-245.

получило понятие управленческого оппортунизма[4], которое исходит из так называемой ограниченной рациональности менеджеров, которые принимают решения на основании собственных представлений, что может снижать объективность и эффективность принимаемых решений[5].

Рассматривая теорию финансового менеджмента и корпоративного управления, можно отметить, что определенные теоретические воззрения на природу агентских конфликтов были заложены еще в XVIII веке. Так А. Смит отмечал, что директора организаций будут менее опасаться рискованных финансовых операций, нежели чем, к примеру, участники торговых товариществ, так как управляют они не собственными денежными средствами, а чужими[6]. Развитие теория агентских конфликтов получила в зарубежных исследованиях 1970-х годов. В частности, фундаментальным является работа М. Дженсена и У. Меклинга, которые впервые предложили классифицировать агентские издержки [7], то есть те потери, которые возникают в ходе корпоративных агентских конфликтов, выделив три вида агентских издержек (рисунок 1).



[4] Williamson O. The Economic Institutions of Capitalism. – N.Y.: The Free Press. 1985. – P. 47.
[5] Simon H. Administrative Behavior. – N.Y.: Macmillan, 1947.
[6] Смит Л. Исследование о природе и причинах богатства народов. – М.: Эксмо, 2007. – С. 691.
[7] Jensen M., Meckling W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // Journal of Financial Economics. – 1976. – Vol. 3. – №4. – P. 310 P. 305-360

Рисунок 1. Классификация агентских издержек[8]

Рассмотрим подробнее каждую из выделенных исследователями издержек. Издержки мониторинга (или контроля) – это те затраты, которые несет собственник на составление полных контрактов для менеджеров, а также на инструменты контроля за исполнением всех пунктов и обязательств по контракту. Издержки самоограничения – это издержки самого агента на гарантию того, что он не предпримет каких-либо действий в ущерб интересам собственника (в основном выражаются в возмещении потерь). Издержки расхождения подразумевают издержки упущенных возможностей, так как агент, руководствуясь собственными интересами, а не интересами принципала, может принимать неоптимальные решения, которые снижают благосостояние принципала, следовательно, не дают максимизировать возможную прибыль. Издержки контроля и издержки самоограничения ведут к прямым издержкам: например, затраты на создание Совета директоров, затраты на составление полного контракте (в котором необходимо математически просчитать все возможные действия менеджера и его последствия), страхование. Издержки расхождения ведут к косвенным издержкам, например, различные сопротивления к расширению капитала или смене руководства; значительной косвенной издержкой является издержка общества, которая рождается из возможности разрушения корпорации, что несет в себе издержки для государственной экономики в целом.

Существуют разные инструменты финансового менеджмента, которые применяются для разрешения агентских конфликтов и сокращения финансовых издержек. Стоит отметить, что издержки могут расти до тех пор, пока «предельные затраты будут меньше предельного дохода»[9], в противном случае агентские издержки будут напрямую вести к разорению корпорации. И.В. Шевченко, Е.С. Пучкина, Н.С. Толстов выделили несколько показателей

[8] Либман А.В. Теоретические аспекты агентской проблемы в корпорации // Вестник СПбГУ. 2005. №8. С. 129. С. 123-140.

[9] Меджидова Г. Н. Концепции агентских конфликтов в финансовом менеджменте // Экономика и бизнес: теория и практика. – 2017. – №11. – С. 125. С. 124-126.

финансового состояния компании, которые могут служить для оценки финансового состояния компании, а, следовательно, могут быть применимы к оценке действий менеджеров по управлению компанией. Среди таких показателей выделяют рыночные, денежные и бухгалтерские.

Среди бухгалтерский показателей выделяют SGR (темпы роста продаж), ROS (рентабельность продаж), CR (коэффициент текущей ликвидности), EQ/TA (коэффициент финансовой независимости), EVA (показатель экономической добавленной стоимости). Бухгалтерские показатели показывают текущие фактически достигнутые финансовые показатели компании, однако обладают и некоторыми недостатками, в частности, отсутствием прогнозирования будущего роста компании, а также возможностей менеджеров скрывать некоторые показатели или искусственно их завышать.

Денежные показатели выражаются в CVA (денежная добавленная стоимость), NCF (чистый денежный поток), SVA (акционерная добавленная стоимость). Из преимуществ данных показателей можно выделить возможность отражение прогнозов роста корпорации, а также учет капитальных вложений. Из недостатков – отсутствие учета платежеспособности, ликвидности, которые влияют на инвестиционную привлекательность и стоимость корпорации.

Показатели, основанные на рыночных оценках, отражаются в MC (рыночная капитализация), TSR (общая акционерная рентабельность), которые позволяют оценить положение компании в нефинансовом секторе (например, судебные дела, уровень корпоративной ответственности). Однако данные показатели неспособны отразить ни текущее финансовое положение компании, ни прогнозы ее роста[10].

Разрешение корпоративного агентского конфликта возможно при включении данных показателей (например, денежных и бухгалтерских

[10] Шевченко И.В., Пучкина Е.С., Толстов Н.С. Акционеры и менеджеры: конфликт интересов в российских корпорациях // Экономический журнал ВШЭ. 2019. №1. С. 122-123. С. 118-142.

показателей) в контракт с менеджером. Однако при премировании менеджера за достижение денежных показателей оценивается исключительно в перспективе, что может сподвигнуть менеджера к получению выгоды «здесь и сейчас». Включение же бухгалтерских показателей, как говорилось выше, также не позволяет полностью проконтролировать менеджера, так как в условиях информационной асимметрии данные могут искусственно завышаться, что повышает агентские издержки.

Одним из инструментов разрешения агентских конфликтов могут стать опционные схемы вознаграждения менеджеров. Научные воззрения на такой инструмент имеют две позиции: с одной стороны, рассматривают такой инструмент как эффективный для разрешения агентских конфликтов, так как владея акциями корпорации менеджер стремится к росту компании (М. Дженсен, В. Мекинг[11], С. Раджгопал, Т. Шевлин[12]); с другой стороны, опционы были признаны неэффективным способом вознаграждения [13], а также рассмотрена возможность злоупотребления опционами[14].

Исследование российского технологического рынка показывает, что 22% компаний уже предоставляет своим сотрудникам опционы или акции, причем 50% компаний планирует внедрение опционных вознаграждений в будущем. При этом 68% компаний используют такую систему вознаграждения с целью мотивации сотрудников увеличивать рост компании[15]. Отметим, что крупные российские корпорации с 2000-х годов внедряют у себя опционные программы (МТС, Лукойл, X5 Group, Яндекс, Магнит) [16], что говорит о распространенности опционных программ не только в IT-компаниях, но и в

---

[11] Jensen M., Meckling W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // Journal of Financial Economics. – 1976. – Vol. 3. – №4. – 305-360

[12] Rajgopal S., Shevlin T. Empirical evidence on the relation between stock option compensation and risk taking // Journal of Accounting and Economics. 2002. P. 145-171.

[13] Hall B., Murphy K. Stock options for undiversified executive // J. Account. Econ. 2002. P. 3-42

[14] Carpenter J. N., Remmers B. Executive Stock Option Exercises and Inside Information // The Journal of Business. 2001. P. 513-534.

[15] Программы вознаграждения сотрудников акциями/опционами в российской технологической индустрии // Русбейс. – URL: http://media.rbcdn.ru/media/reports/ESOP_final_.pdf (дата обращения: 18.03.2025).

[16] Акции вместо премии. Зачем российский бизнес выдаёт фантомные опционы сотрудникам? // Skillbox. – URL: https://skillbox.ru/media/business/zachem-rossiyskiy-biznes-vydaet-fantomnye-optsiony-sotrudnikam/ (дата обращения: 18.03.2025).

нефтегазовых корпорациях, крупных ритейл-организациях. Для усиления системы мотивации и разрешения агентских конфликтов федеральная торговая сеть «Лента» внедрила опционные программы для 8 топ-менеджеров, в 2018 году между ними было распределено более 700 тыс. фантомных акций (что составляет 0,86% ритейлера), при этом топ-менеджеры уже владеют 1% акций в результате программ 2011-2012 гг.[17]

В целом как на российском, так и на западном рынке существует три основных вида вознаграждения менеджеров акциями или опционами – это бесплатное предоставление акций (использует 55% имеющих опционные программы вознаграждения), классические опционные программы (использует 45%) и фантомные опционы (только 9%). Под бесплатным предоставлением акций подразумевается выдача менеджеру акций с ограниченной возможностью распоряжения, в частности, невозможность продать акции до выполнения определенных обязательств, или выдача акций с полным правом распоряжения и по полной стоимости по результатам выполненных показателей. Классические опционные программы предполагают предоставление менеджеру покупки акции в будущем по установленной цене. Такие программы стимулируют менеджеров стремительно увеличивать стоимость компании, так как в случае увеличения стоимости компании, они получат прибыль в качестве процента этого прироста. Фантомные программы предполагают, что за менеджером условно закреплен определенный пакет акций, стоимость которого он получит после достижения определенных показателей (одним из распространенных типов является предоставление менеджеру только прироста акций).

Таким образом, схемы опционных вознаграждений присутствуют на российском рынке как в крупных корпорациях, так и в технологических небольших компаниях (стартапах). Использование такого инструмента финансового менеджмента на протяжении более чем 20 лет на российском

---

[17] Ритейлер «Лента» пересмотрел параметры опционной программы для топ-менеджеров // Ведомости. – URL: https://www.vedomosti.ru/business/articles/2015/08/28/606621-lenta-peresmotrel-parametri-optsionnoi-programmi (дата обращения: 18.03.2025).

рынке показывает относительную эффективность таких программ как инструментов разрешения агентских споров и мотивации менеджеров корпораций повышать стоимость компании и инвестиционную привлекательность.

Список используемой литературы:

1. Berle A.A., Means G.C. The Modern Corporation and Private Property. New York: The Macmillan Company, 1932.
2. Coase R.H. The Nature of the Firm // Economica. – 1937. – № 4.
3. Грицай И.И. Агентская проблема в корпоративном управлении // Образование и право. – 2023. - №2. – С. 241-245.
4. Williamson O. The Economic Institutions of Capitalism. – N.Y.: The Free Press. 1985. – P. 47.
5. Simon H. Administrative Behavior. – N.Y.: Macmillan, 1947.
6. Смит Л. Исследование о природе и причинах богатства народов. – М.: Эксмо, 2007. – С. 691.
7. Jensen M., Meckling W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // Journal of Financial Economics. – 1976. – Vol. 3. – №4. – P. 310.
8. Либман А.В. Теоретические аспекты агентской проблемы в корпорации // Вестник СПбГУ. – 2005. – №8. – С. 129.
9. Меджидова Г. Н. Концепции агентских конфликтов в финансовом менеджменте // Экономика и бизнес: теория и практика. – 2017. – №11. – С. 125. С. 124-126.
10. Шевченко И.В., Пучкина Е.С., Толстов Н.С. Акционеры и менеджеры: конфликт интересов в российских корпорациях // Экономический журнал ВШЭ. – 2019. – №1. – С. 122-123.
11. Jensen M., Meckling W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // Journal of Financial Economics. – 1976. – Vol. 3. – №4. – 305-360

12. Rajgopal S., Shevlin T. Empirical evidence on the relation between stock option compensation and risk taking // Journal of Accounting and Economics. – 2002. – P. 145-171.

13. Hall B., Murphy K. Stock options for undiversified executive // J. Account. Econ. – 2002. – P. 3-42

14. Carpenter J. N., Remmers B. Executive Stock Option Exercises and Inside Information // The Journal of Business. – 2001. – P. 513-534.

15. Программы вознаграждения сотрудников акциями/опционами в российской технологической индустрии // Русбейс. – URL: http://media.rbcdn.ru/media/reports/ESOP_final_.pdf (дата обращения: 18.03.2025).

16. Акции вместо премии. Зачем российский бизнес выдаёт фантомные опционы сотрудникам? // Skillbox. – URL: https://skillbox.ru/media/business/zachem-rossiyskiy-biznes-vydaet-fantomnye-optsiony-sotrudnikam/ (дата обращения: 18.03.2025).

17. Ритейлер «Лента» пересмотрел параметры опционной программы для топ-менеджеров // Ведомости. – URL: https://www.vedomosti.ru/business/articles/2015/08/28/606621-lenta-peresmotrel-parametri-optsionnoi-programmi (дата обращения: 18.03.2025).